巴菲特
高收益投资策略

[美] 吉瓦·拉玛斯瓦米（Jeeva Ramaswamy）◎著
鲁冬旭◎译

Creating a
Portfolio
Like
Warren Buffett



建立高收益的股票投资组合，
不要因为股市的短期波动而盲目地买卖



中信出版社·CHINACITICPRESS

版权信息

书名：巴菲特高收益投资策略

作者：吉瓦·拉玛斯瓦来

译者：鲁冬旭

ISBN：9787508642758

中信出版集团制作发行

献给我的导师

沃伦· 巴菲特和彼得· 林奇

推荐序

2007年我在中央电视台讲了10集《学习巴菲特》系列节目，没想到成了中央电视台收视率颇高的股票系列节目。2006年我翻译了《彼得·林奇的成功投资》，没想到成了中国销量很多的股票投资书籍。

巴菲特是有史以来最成功的投资大师之一，从100美元起家，2008年以620亿美元成为世界首富。他从1965年接管伯克希尔公司，到2012年累计赢利5 868倍，年复合增长率为19.8%，同期标准普尔500指数只增长了74.33倍，年复合增长率只有10.4%。

彼得·林奇是有史以来最成功的基金经理之一，1977~1990年，他管理麦哲伦基金，创下最长赢利记录，年平均复利报酬率达29％，累计赢利28倍。基金规模由2 000万美元成长至140亿美元，基金投资人数超过100万，成为当时全球资产规模最大的股票基金。

有意思的是，尽管两人都是信奉价值投资，但投资风格明显不同。巴菲特的特点是集中投资和长期投资，重仓10来只超级大盘龙头股，大多数长期持有几年到几十年。彼得·林奇的特点是分散投资和中期投资，持有很多股票，很多是小盘成长股，最多时持有上千只股票，大多数持有几个月到几年。

我一直想，能不能把巴菲特和彼得·林奇两位大师的选股方法合二为一。对于个人投资者来说，巴菲特持股的时间太长，彼得·林奇持股的方式太分散，如果能够将巴菲特和林奇的选股方法合二为一，选择物美价廉的优秀公司股票，在股价明显低估时买入，中长期持

有，形成一个10多只股票的小型股票投资组合，将会是个人投资者的最佳选择。

可是，巴菲特和彼得·林奇的选股方法，如何有效结合，才能双剑合壁，天下无敌呢？从道理上肯定可以，在实践上如何具体操作呢？

很高兴看到，美国证券市场上，有人也在对此进行探索，取得了相当好的效果。他把自己的探索写成了这本书。

用一句话来概括这本书的特点，就是把巴菲特和彼得·林奇的选股标准结合，当然是以巴菲特为主，彼得·林奇为辅，形成了一个具有可操作性的选股研究问题清单，加上详细的案例分析，成为一本非常实用的价值投资选股研究手册。

在投资操作上，作者经验丰富，在写作上，这本书也写得逻辑清楚，叙述明白，读起来非常轻松。我看过上百本关于巴菲特的投资书籍，这一本书既好读又好懂，而且易操作。大部分研究巴菲特选股之道的书籍都是论道，讲大概念大原则，这本书却是详细讲术，难得一见。第一，详细罗列股票研究分析问题清单，包括18大问题和61个小问题，每个问题其实就是一条选股标准，做起来就容易多了。第二，对每个问题详细说明如何进行研究分析，很多问题引用巴菲特和彼得·林奇等大师名言和案例，加上作者个人经验体会，这样理解起来就容易了。第三，用一只股票作为案例专门详细示范如何一个一个问题进行研究分析，这样操作起来就方便多了。

投资不是一种理论，学会了，明白了，记住了就行了。投资是一门实践的艺术，这就像打网球一样，只能在实战中边练边学边提高。如果你学网球，能有一位高手指点，一步一步仔细示范，包括握拍、站位、引拍、挥拍、击球、随挥、底线、网前、截击、高压、发球、移动，等等，非常详细，肯定会让你受益很大。尤其是当你是一个初

学者，看很多次高手打球的比赛录像也看不懂，但是经过教练一讲，分成几个大的步骤，再细分成很多小的环节，一招一式示范，你跟着教练一点点模仿，很快就会掌握基本动作了。这样你逐步练习，姿势基本正确，动作基本连贯，各个环节基本都会，这样就可以开始参加一些比赛，边比赛，边训练，逐步提高。这本书最大的价值在于，把巴菲特和彼得·林奇两位投资大师的选股标准合二为一，细化成一系列简单易懂的研究问题，即使业余投资者也可以一步一步对照学习和操作，非常易懂易学易用。

我想告诉你的是，股市中大多数人都是贪婪又懒惰的投机者，想要暴富，而且是快速暴富，但又肯费力气做研究，只看股票价格走势，只听小道消息，真正按照巴菲特和彼得·林奇的价值投资方法，认真研究选股，耐心持有，这样的价值投资者少之又少。这如同打球一样，大多数人根本没有时间，没有精力，也没有耐心认真学习和练习，只是随意运动一通而已，只有你下功夫去学，去练，去比赛，你肯定能超过平均水平。但是和打球一样，这需要时间，需要一个比较长的过程，球星不是天生的。只要你努力，不一定能够成为巨星，但肯定可以成为一个超过平均水平的好手。

让我们一起多打球更健康，让我们一起学投资更富裕。祝大家投资成功！

刘建位

2013年12月26日

第一部分
巴菲特的基本投资原则

在你开始往股市里投钱之前，你应该先了解一些基本的投资原则，这些原则能让你从股市的周期性变化中获利。首先，一条最简单、最基本的投资原则就是：低买高卖。这听上去十分简单，但遗憾的是，绝大多数投资者的行为却往往与这个最简单的原则背道而驰。

当新闻里出现某家公司的利好消息时，这家公司的股票价格就会随之上涨。在这样的时刻，很多投资者都会受到贪婪本能的驱动，迫不及待地在高位买进。这些投资者寄希望于股票价格的继续上涨，这样他们虽然高价买进，却能以更高的价格卖出，并从中获利。几周或者几个月以后，这家公司传出了坏消息，或者最新的经济形势预测很不乐观，又或者政治形势发生了动荡，总之这只股票因为某些利空消息的传播而股价下挫。这时候，投资者看到股价低于自己的买入价，于是他们深感恐惧和不安，为了控制损失，为了保存他们的资本，这些投资者往往选择低价抛售手头的股票。然后，非常不幸的是，在这些投资者出清了手头的股票以后，股价却又一次上涨了，于是他们捶胸顿足、后悔不已：要是我能够挺住，不要那么早抛售该有多好啊！

那么，在这样的股市环境里，你应该采取什么样的策略呢？如何行动才能从上述的股市波动中获利呢？答案是，首先你必须清楚地理解一些最基本的投资原则。在第一部分的几个章节里，我将会详细地阐述一套由本杰明·格雷厄姆发明的投资原则。在沃伦·巴菲特的投

资生涯中，他反复实践了这些原则，并在格雷厄姆的基础上进行了新的发展和改进。在巴菲特的投资生涯中，他经历过一轮又一轮的繁荣和萧条，但在这些投资原则的指引下，巴菲特从来没有在市场的波动中迷失方向，而是始终屹立不倒，创造出一个又一个新的投资奇迹，最终成为人类历史上最伟大的投资人之一。那么，就让我们一起开始这个激动人心的旅程，让我们跟随巴菲特的足迹，来学习这些最基本却又最重要的投资原则。

本部分要点：

• 成功的投资者必须具备以下要素：坚定和合理的投资原则、耐心，以及对自己和对自己所做的股票研究的坚定信心。

• 投资一家公司的股票，就相当于拥有了这家公司一小部分的股权。以公司的所有者的心态来投资，才能让你做出理智的投资决定。

• 所谓长期投资，就是以低于股票“内在价值”的价格购入股票，然后长期持有，等待股票升值。只要公司的基本面信息没有恶化，你就不需要抛售这只股票。

• 避免资本的永久性损失。不要因为股市的短期波动而盲目地买卖股票，请时刻记住，深入分析公司的基本面信息，才能让你做出最理性的决定。

第一章
在股票投资上复制巴菲特的成功

沃伦·巴菲特的投资理念主要来自于本杰明·格雷厄姆。一开始，巴菲特严格照搬格雷厄姆的教导，之后随着他自己的投资经验越来越多，巴菲特逐渐发展和提高了这一套投资理念，最终超过了他的导师格雷厄姆。在本杰明·格雷厄姆去世的时候，他的个人资产大约为300万美元。现在，在我写作本书的时候，沃伦·巴菲特的个人资产已经达到了约450亿美元。格雷厄姆生前曾对一位加利福尼亚州的投资者查尔斯·布兰德斯说过："沃伦这小子干得相当不错啊！"

一开始，巴菲特采用了格雷厄姆发明的"雪茄烟蒂"投资法：只要公司的总股价小于公司的净资产额，就买进这只股票，不管它属于什么行业、什么公司。与此同时，巴菲特开始阅读菲利普·费雪的投资理论，并且受到自己的合伙人查理·芒格的影响。随着投资经验的增长，巴菲特逐渐意识到成长型企业股票极大的增值潜力，于是他开始实践一种新的策略：以合理的价格，购进稳健、有竞争力的成长型企业的股票，然后长期持有，等待股票的升值。

正是沿着这样的轨迹，巴菲特从他的导师格雷厄姆那里学会了最基本的投资理念，并逐渐融入自己的观点，最终超越了格雷厄姆。就像巴菲特学习格雷厄姆的投资理念一样，我们也可以学习巴菲特的投资理念，并复制他的成功。下面，让我们来看一看巴菲特的业绩：巴菲特在1956~1969年经营巴菲特联合有限公司期间，他的投资回报率如表1－1所示。

表1–1 巴菲特联合有限公司的业绩表现

年份	道·琼斯工业平均 指数的回报率（%）	巴菲特联合有限公司的毛利回报率（%）	巴菲特联合有限 公司的净回报率（%）
1957	–8.4	+10.4	+8.3
1957~1958	+26.9	+55.6	+44.5
1957~1959	+52.3	+85.8	+74.7
1957~1960	+42.8	+110.8	+107.2
1957~1961	+74.8	+251.0	+81.6
1957~1962	+61.6	+299.8	+216.1
1957~1963	+94.9	+454.5	+311.2
1957~1964	+131.3	+608.7	+402.8
1957~1965	+164.1	+843.2	+566.5
1957~1966	+122.9	+1 166.0	+704.2
1957~1967	+165.3	+1 606.9	+832.5

1957~1968	+185.7	+2 610.6	+1 409.5
年复合增长率	+0.1	+31.6	+25.3

从表1－1中可以看出，如果不扣除对普通合伙人的分红派息，巴菲特在这段时间内的年化收益率高达31.6%。即使扣除对普通合伙人的分红派息，同时扣除公司的管理费用，巴菲特的净年化收益率也高达25.3%。从购入伯克希尔·哈撒韦公司开始，巴菲特不仅投资股票，还开始购入整家公司，并让公司原有的管理层继续经营这些公司，而巴菲特则负责把这些公司赢利得来的资金流进行再分配，分配到他看好的投资机会上去。1965~2009年这45年间，伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值平均每年增长20.3%（复合增长率）。如此高并且稳定的回报率持续了这么长的时间，实在不是一件容易的事情。正是这种惊人的业绩使得巴菲特成为21世纪最成功的投资者。

在写给伯克希尔·哈撒韦公司合伙人的书信录中，在各种访谈和演讲中，巴菲特多次公开分享过自己的投资原则。如果你想要复制巴菲特的成功，首先你应该学习他的投资理念，并把这些理念运用到你自己的投资活动中去。巴菲特的总体投资理念其实非常简单，但践行这些简单的理念，却需要极大的耐心和独立思考的能力。在这里，我并不是建议你去买入巴菲特购买过的股票。在学习巴菲特的投资理念以后，你完全可以运用这些理念和技巧，自己去挑选股票，然后用巴菲特管理投资组合的方法，管理你自己的投资组合。只要掌握了巴菲特投资理念的精髓，我相信你也能复制巴菲特的成功，在纷繁复杂的股市里，创造属于你自己的成功和传奇。

我相信，读到这里你仍有很多疑虑，所以，我想用以下的运算来解除你的疑虑。你可能有一份全职的工作要做，你可能无法像基金经

理把每天的大部分时间花在投资研究和股票分析上，你可能不相信你能建立一个和巴菲特一样的资本帝国。我十分理解你的这些想法，这些想法当然是十分自然、十分合理的。在这里，我想说的是，想要取得投资上的成功，你并不需要做一名全职的基金经理。在下面的例子里，你会看到，你完全可以利用你的业余时间，投资经营一笔你自己的资本。你不需要其他人的帮助，也不需要一笔巨大的启动资金。让我们假设，你有一笔适量的资金，大约为10万美元。

前面提到过，巴菲特联合有限公司经营了12年时间，而这家公司的平均年复合收益率是31.6%。如果你从10万美元的资本开始投资，只要你达到了和巴菲特一样的收益率，那么12年后你的资本将变成269万美元。

12年后你的资本=100 000美元×（1+0.316）^{12} = 2 690 000美元

伯克希尔·哈撒韦公司这40年来（1969~2009年）的平均年收益率是20.3%，如果你也能取得同样的年收益率，那么再过40年后，你最初的10万美元将会变成43.6亿美元：

最终资本 = 2 690 000美元×（1+0.203）^{40} = 4 360 000 000美元

当然，你会说：算得不错，但那是不可能的，沃伦·巴菲特是股神、投资天才，我绝对不可能取得和巴菲特一样高的投资回报率。但事实是，很多巴菲特的追随者通过学习巴菲特的投资方法，的确取得了和巴菲特相当的投资回报率，这一点我会在后面的章节里详细讨论。退一步说，就算我们普通人的投资资质不如巴菲特，那么，让我

们假设，你的投资回报率大约是巴菲特的1/2——合理的、可以企及的目标，那么你的最终资本又会是多少呢？我们来计算一下。

假设最初的12年间，你的年投资收益率是15%，那么，

$$12年后你的资本 = 100\ 000美元 \times (1+0.15)^{12} = 535\ 025美元$$

接下来的40年，你的年投资回报率是伯克希尔·哈撒韦公司的1/2，即11%，那么，

$$最终资本 = 535\ 025美元 \times (1+0.11)^{40} = 34\ 700\ 000美元$$

以上的例子假设你的投资生涯和巴菲特一样都是52年，但你也许并没有那么多的时间。那么，你可以考虑自己的年龄，把上面计算中的年限，改成你距离退休年龄的年限，算出一个为你量身定做的数字。不管怎么说，上面的计算表明你应该有充分的信心，只要你能掌握巴菲特的投资理念，哪怕你只获得他的回报率的1/2，你也可以通过投资股市实现你的百万富翁之梦。

想复制巴菲特的成功，或者部分复制巴菲特的成功，是完全有可能的。你并不需要有超人的智商，也不需要是天生的投资天才；你不必拥有工商管理学硕士学位，你也不需要成立自己的投资公司；你所需要的，首先是对投资的兴趣，是学习巴菲特投资理念的兴趣，以及把这些理念付诸实践的耐心和意志。这些因素在后面的章节里我都会具体地加以解释。相信你自己，你真的可以做到。

在阅读关于巴菲特的书籍之前，我连股票投资的最基本的概念都不知道。我的所有金融投资知识，都是从巴菲特的传记和分析书籍、

从伯克希尔·哈撒韦公司的年报和股东通信，以及从巴菲特的访谈中学到的。当然，我运用了我的逆推能力，试图找到巴菲特最初的投资理念和策略。每当巴菲特投资购买一只新的股票，我都试图分析为什么他选择在这个特定的时刻，买入这家公司的股票。我所做的所有事情都可以总结成一句话：我试着理解巴菲特的分析推理过程和投资决策。

然后，我开始试着实践巴菲特的投资理念，把我自己的积蓄投入股市。我成功了，于是我有了更多的自信，我想既然我可以用自己的钱取得高额的回报，那我也可以帮助别人投资理财，为他们创造更多的财富。于是，我参照巴菲特的联合有限公司，成立了我自己的联合投资基金：GJ投资基金。我的公司的架构和经营方式完全依照了当年的巴菲特联合有限公司。如今，这种类型的投资公司叫作对冲基金，我们只接受符合一定条件的投资者的投资。一般来说，对冲基金每年收取总管理资产1%~2%的管理费用，此外还对赢利收取20%的利润提成。也就是说，即使一个对冲基金已经很多年没有赢利，基金仍然会每年向顾客收取总资产1%~2%的管理费用。而巴菲特却不采用这种收费模式，巴菲特的投资基金完全不向客户征收任何管理费用。作为一般合伙人，巴菲特收取25%的利润提成，而且还规定了6%的最低预期回报率和“高水位线条款”。巴菲特之所以设置这些条款，是因为他认为如果不能给合伙人带来6%以上的收益，他就没有资格向这些合伙人收取任何费用。我非常同意巴菲特的观点，所以我也采用了完全相同的收费模式。我于2008年11月成立了我的GJ投资公司，当时我完全照搬了巴菲特的经验模式和投资理念，并获得了巨大的成功。GJ基金当时的回报率甚至超出了巴菲特投资公司的回报率，并且在所有的对冲基金和所有的共同基金百强榜中均排名前5名。对于未来，我非常自信，我相信巴菲特的投资理念将继续指引着我，为我的客户们赢得高额的回报。与其他很多巴菲特的追随者一样，我可以用我自身的经历证明，巴菲特的成功是完全可以复制的。

比如说，西尔斯控股公司的爱德华·兰伯特也是通过实践巴菲特的投资理念而一手建立起自己的金融王国的。在凯马特公司濒临破产的时候，爱德华·兰伯特收购了凯马特公司，然后他又收购了西尔斯百货公司，并将两者合并为今天的西尔斯控股公司。如今，兰伯特任西尔斯控股公司的董事会主席。兰伯特的对冲基金总资产约为90亿美元，其中西尔斯控股公司的股票就占了40%。兰伯特的另外两大主要投资是全美汽车租赁公司和汽车地带公司，这两家公司的董事会都由兰伯特的手下坐镇。西尔斯控股公司、全美汽车租赁公司和汽车地带公司是兰伯特最大的3项投资，总共占到兰伯特投资组合的90%以上。和我一样，兰伯特也是通过逆推的方法学到巴菲特的投资理念的。通过实践巴菲特的理念，兰伯特成功地保持了每年29%的年平均复合收益率。另一个例子是阿帕卢萨管理公司的戴维·泰伯，通过对问题证券和债券的买卖，泰伯的年平均复合收益率高达28%。还有一个例子是伊恩·卡明，伊恩·卡明运营卢卡帝亚国际公司的方法和巴菲特经营伯克希尔·哈撒韦公司的方法简直如出一辙，1978~2004年间，卢卡帝亚国际公司的股票年平均复合收益率高达33%。

这样的例子数不胜数，我还可以继续滔滔不绝地写上好几页，但我相信聪明的你已经明白我的意思了。如果你能够学习并实践巴菲特的投资理念，并且恰当地施行你的计划，你也可以获得高额的回报。实际上，作为一位个人投资者，你甚至还具有一些巴菲特所不具有的投资优势：

1. 巴菲特的手中有500亿美元的资本需要投资，受制于此，巴菲特只能选择高市值的公司。巴菲特不能投资中小型公司，因为这些投资即使收益率再高，对总体投资组合的影响也是微乎其微的，而你则完全没有这个问题。

2. 因为你的资金数额不大，你可以轻松迅速地买卖股票，不会对股价造成任何不利的影响，而巴菲特却没有这么幸运。比如，巴菲特持有可口可乐公司大约10%的股份。如果哪天巴菲特觉

得可口可乐公司的股价虚高，从而决定抛售可口可乐公司的股票的话，一旦巴菲特开始大笔抛售，可口可乐的股价就会迅速下跌（因为巴菲特持有大量股份）。因此，巴菲特无法成功地以高价抛出他全部的可口可乐股票。而且，在那个时刻，很可能根本没有足够的买家能马上买入10%的可口可乐股票，所以如果不想引起股价的暴跌，巴菲特只有一个选择，那就是慢慢地、一点一点地抛售他的可口可乐股票。如果巴菲特急于在一两天的时间内出清可口可乐的股票，他个人的抛售行为就会造成可口可乐公司的股价大跌，从而给他自己带来巨大损失。而作为个人投资者，你完全不用担心这个问题。

在这本书里，我将举出实际的投资事例，向你解释如何一步一步地实施巴菲特的投资原则。请相信我，这并不困难。你所需要的只是自信：坚信你完全能靠自己的努力复制巴菲特的成功。相信你自己，你完全能够做到！

第二章
以公司所有者的心态投资股票

股市中的大部分股民其实都是盲目的投资者，怎样才能与他们不一样呢？你需要的是“主人翁意识”。你要自觉地认识到，当你投资了一只股票，你就是那家公司的所有者之一！盲目的投资者往往把股市看成一座大型赌场，对他们来说，买股票就像是在赌场里下注，输赢只能听天由命。而“公司所有者投资思想”能有效地帮你避免这种盲目的心态和行为。

很多股民完全无视公司的基本面信息,只根据股价的短期变化来决定买入或卖出股票。他们试图去预测股市的短期走势，希望能够从短期的价格波动中获利。这样的股民认为自己是在“投资”，事实上他们的行为根本算不上“投资”，而只是在盲目地买卖股票而已。与其说这些股民是“投资者”，不如称他们为“交易者”更贴切一些。忽视基本面信息，想单纯地通过预测市场的短期走向来获利是极其困难的，因为预测市场的短期走向几乎是一件不可能的任务。无数历史数据告诉我们，想靠预测市场动向赚钱是不可靠的，但大多数盲目的股民却仍然在试图完成这个不可能的任务。

每到年末，总会有各种各样的投资达人或基金经理在媒体上预测来年的股市走向。在听信他们的预测之前，你不妨先回头看看他们过去几年的预测。对比一下股市的实际走势，你就会发现：很遗憾，90%的预测都是错误的。剩下10%的预测看起来正确，但如此低的正确率很难说不是碰运气。

当股市专家充满信心地散布乐观情绪时，股民们却常常赔得很惨；当股市专家为股市末日而担忧的时候，事实又往往截然相反。比如说，如果查阅一下2008年年末的《华尔街日报》，你就会发现，因为金融危机的阴影，当时很多资深股评人都对来年的股市做出了极为悲观的预测：2009年惨透了！天随时要塌下来了！能撤出的股民们，你们赶紧及早撤出吧！不过，实际情况却是，从2009年3月开始，美国股市一片大好，节节攀升。那些真的听信了股市专家的建议撤出股市的投资者，恐怕都错失了大好的投资机会。

请不要再通过猜测股市的走势来制定投资策略了。股市的走向是由亿万股民的共同行为决定的，每个股民都有自己的想法和预测，谁也不可能猜透这亿万股民的心理和行动。

猜测亿万个个体的想法注定比猜彩票中奖号码还要难，难道你愿意把自己的血汗钱拿出来作这种输多赢少的赌博吗？为了避免这种不理智的行为，请在决定投资一只股票之前先作足功课，深入研究一下发行这只股票的公司。要做一个成功的投资者，你必须抛弃“交易者”的心理，拿出“主人翁的意识”，把自己看作公司的所有者。这种“公司所有者投资思想”会让你在买入股票之前，求知若渴地深入研究该公司的方方面面，包括公司过去的营业收入、利润率、负债情况、竞争力、市场占有率、管理层的业绩、公司的潜力，以及公司的业务模式是否能够持续发展等。

在决定购买某公司的股票之前，请务必先研究一下该公司在上次经济危机期间的表现。你应该去了解该公司的历史，看看它在过去10年中经历哪些起落，发展的趋势如何。公司的收益是否稳定增长？股东的收益又是如何变化的？深入研究公司的情况，收集尽可能多的信息，然后再根据这些信息制定投资决策，这种投资方法就是“基本面投资”。当你全面掌握了公司的各种数据，你就能较为合理地预测出公司未来的现金流。你甚至可以估算出整个公司应该值多少钱，也就

是公司的“内在价值”，我们会在后面的章节中进一步解释这一概念。只要你在股价低于公司“内在价值”的时候买进，你就不需要担心股市的短期波动，只要长期持有该股票，赚钱几乎是必然的。

想象你是一个公司的所有者，你肯定不愿意在公司只增值10%~20%的时候就出手卖掉公司吧。公司的所有者会选择继续经营公司，使公司的价值继续增加，这样才能使长期的收益最大化。在投资股票的时候，你也应该有这样的心态。即使你只买了100股该公司的股票，你仍然应该像公司的所有者一样思考。追求公司价值的长期增长，而不是只看短期的价格波动，这才是理性的投资之道。

在巴菲特的投资生涯中，践行“公司所有者投资思想”的例子比比皆是。1976年，巴菲特开始把伯克希尔·哈撒韦的资金投入GEICO汽车保险公司，在不到5年的时间里，巴菲特已在GEICO汽车保险公司累计投入了4 570万美元。因为GEICO公司的股票回购计划，虽然巴菲特并没有进一步追加投资，但他在GEICO公司的股份仍然自动达到了51%。1996年，伯克希尔·哈撒韦公司花2.3亿美元收购了GEICO公司剩下49%的股份，也就是说，到了1996年，巴菲特当年购入的GEICO公司51%的股票的市值已达到近2.39亿美元。为了计算方便，让我们假设巴菲特于1976年购入了GEICO公司51%的股票，那么1976~1996年这20年内，巴菲特的这笔投资从4 570万美元一路增长到了2.39亿美元，增值了足足52.36倍。

巴菲特这笔投资的年回报率（I）是多少呢？我们来算一算吧。

$$I=\left[\left(\frac{2.39亿}{4\,570}\right)^{1/20}-1\right]\times 100=21.88\%$$

这笔投资的年回报率高达21.88%。

通常，如果一笔投资能有50%~100%的回报率，那已经是相当诱人了，当股价涨到那个地步，很多投资者会选择出售股票。如果巴菲特在GEICO公司的股票涨了50% 或者100%的时候就抛售手中的股票，那么这笔投资就不会有日后52.36倍的惊人回报率。为什么巴菲特能够抵挡住“见好就收”的诱惑呢？因为他一直是在以一个公司所有者的心态，而不是一个交易者的心态进行投资的。

1976~1996年这20年间，GEICO公司的股价有过大涨，也有过大跌，如果巴菲特用一个交易者的心态进行投资，他必然已经在某个合适或不合适的时机将GEICO公司的股票脱手，获得一些短期的利润，收回成本，以便进行下一波的投资。下一波的投资未必总是好的投资，巴菲特可能会赔钱，或者至少可能不会像持有GEICO的股票那么赚钱。因为巴菲特把自己看作GEICO的所有者，因为他坚信GEICO公司的成长潜力，所以他没有为了短期的利润而放弃长期的潜在升值空间。巴菲特成功地创造了投资的神话，正是因为他一直以公司所有者的心态来看待投资，他的目光够长远，不看短期的利润，而着眼于长期的升值潜力。

除了GEICO公司的例子，我们还可以看看伯克希尔·哈撒韦公司的例子。1965年，巴菲特抱着公司所有者的心态买入了伯克希尔·哈撒韦公司。一开始，巴菲特考虑过发展这家公司的纺织业务，但是遇到了各种各样的困难和阻碍。于是，巴菲特放弃了那个念头，转而用伯克希尔·哈撒韦公司的现金流并购其他的保险公司，然后再用这些保险公司的保险费收入购买其他公司。后来，巴菲特解散了巴菲特联合有限公司，所有的合伙人都得到了清偿，根据每个合伙人的个人意愿，他们有的选择现金清偿，有的则选择持有伯克希尔·哈撒韦公司的股票。在巴菲特联合有限公司解散以后，大部分合伙人选择继续和巴菲特合作，把资产托付给巴菲特管理，事实证明，这个选择是非常明智的。1964~2009年，伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值增加了434

057%，而该公司的股票价值几乎与账面价值一致，在这45年内，伯克希尔·哈撒韦公司的股票平均年化收益率高达20.3%。

如果1965年你用你的10万美元资本购入伯克希尔·哈撒韦公司的股票，并且一直持有这只股票，那么到了2009年，你的10万美元将会增值为4 340万美元。如果你不是像这样以公司所有者的心态长期持有该股票，而是像一个交易者一样在股价翻倍的时候立刻将其脱手，那么你的10万美元只能增值为20万美元。20万美元和4 340万美元的差距，就是错误的投资理念带给你的损失。那些在巴菲特联合有限公司解散以后选择继续跟随巴菲特的合伙人，如今都已经是百万富翁了，我在伯克希尔·哈撒韦公司的年会上还有幸见过其中几位合伙人。

是什么使这些合伙人的身价大涨，轻松步入百万富翁的行列呢？就是这种像公司所有者般投资的投资心态。在运营伯克希尔·哈撒韦公司的44年内，巴菲特从未抛售过自己公司的股票，因为他始终把自己看作公司的所有者，巴菲特坚信自己公司的赢利能力和成长潜力，这种坚定的信念最终变成了高额的长期回报。

巴菲特的成功并非依赖运气，在他的投资生涯中，他经历了很多次股市的大灾难，从一次又一次的经济危机，到房地产泡沫的崩塌，到2001年信息技术泡沫破灭，再到1987年的股灾……可是，股市的波动似乎并没有影响巴菲特投资的稳健表现，经过这么多风风雨雨，他依然保持了伯克希尔·哈撒韦公司股票平均每年21%的骄人回报率。巴菲特之所以能在股市的动荡中屹立不倒，是因为他始终着眼于发现有潜力、有竞争力的好公司，然后低价购入这些公司、长期持有这些公司，而不管股市发生什么样的波动。自从巴菲特收购伯克希尔·哈撒韦公司以来，该公司的股价6次下跌50%以上，但巴菲特始终不为所动，继续持有。巴菲特在他的整个投资生涯中，始终保持了公司所有者的心态，他坚信伯克希尔·哈撒韦公司的经营状况良好、富有潜力，即使眼前的股价暴跌，也不能阻止公司日后的大幅赢利。

在2008年的金融危机中，伯克希尔·哈撒韦公司的子公司也受到了很大的打击，利润纷纷大幅下跌，有的下跌30%，有的下跌超过50%。在这样的情况下，伯克希尔·哈撒韦公司的A类股票从2008年2月的每股146 000美元，跌到2009年3月的每股70 050美元，跌幅高达52%。巴菲特个人的身价也随之暴跌了52%。显然，这对任何一个投资者都是一个巨大的考验，但巴菲特没有恐慌，在这种情况下，他仍然选择继续持有伯克希尔·哈撒韦公司的股票，而并不像很多投资者那样低价抛售。作为公司的所有者，巴菲特知道经济总会再次复苏，而伯克希尔·哈撒韦公司的子公司有着良好的竞争力，所以一定会再次开始大幅赢利。事实证明，巴菲特的想法是完全正确的。大约2年后，伯克希尔·哈撒韦公司子公司的利润从最低谷慢慢回升，涨幅达到30%~50%。到了2010年12月，伯克希尔·哈撒韦公司的A类股票又涨回到了每股120 000美元的水平。

作为一个投资者，只要你适当地分散风险，持有10~20只优质股票，你的长期收益应该是有保证的。当你以一个公司所有者的心态进行投资，股市的短期波动应该对你完全没有影响。但这在一定程度上，是不符合人类的心理的。当我们持有的股票价格下挫，惊慌和恐惧是人类自然的、本能的反应，我们一定会想要在价格进一步下跌之前抛售这些股票。但是，要想成为一个成功的投资者，你必须改变自己的心态，必须克制住自己惊慌和恐惧的本能。像公司所有者一样思考，能改变你的行为模式，使你不再和大多数盲目的投资者一样，因为惊慌和恐惧一次又一次不理智地蒙受损失。只要公司的基本面信息没有恶化，你就无须为每日的股价波动感到担忧。如果股价跌得够多，你甚至还可以考虑趁着低价继续购入这只股票，因为你知道，每当股价下跌的时候，总有很多盲目的投资者会沉不住气地低价抛售，而这正是你获利的好机会。

在这里，我可以举出一个近几年的例子。2010年5月，希腊的债务危机问题一下子登上各种新闻和金融类媒体的头条，投资者的恐惧造

成了股市的崩盘，道·琼斯工业平均指数5天之内从11 151点跌到了10 380点。

2010年5月6日，因为一个技术故障，道·琼斯工业平均指数突然暴跌1 000点，最后造成了道·琼斯工业平均指数单日下挫350点的情况。当时，暴跌的原因尚不明晰，就有很多投资专家开始在媒体上发表悲观的看法，他们极为激动地告诉投资者们，股市的灾难性崩盘近在眼前。很多专家建议投资者赶紧抛售手中的股票，避免进一步的损失；有的专家甚至建议投资者卖空，以便从这次危机中获利。我相信一定有不少投资者接受了这些专家的建议，而这些投资者必然会在接下来一周的周一大受损失、追悔莫及。因为就在5月6日之后的那个周末，欧盟宣布达成了一个1万亿美元的救市计划。在接下来的那个周一（2010年5月10日），道·琼斯工业平均指数强劲反弹了404点。

现在，让我们来分析一下，在上述的股市危机中，你到底应该采取怎样的行动呢？如果你是以一个公司所有者的心态进行投资，那么，在希腊债务危机出现的时候，你应该问自己这样两个问题：

1. 我的投资组合里的公司，有多少营业额（或者利润）是来自希腊的（或与希腊有关的）？

2. 希腊的债务危机会使我持有股票的这些公司的营业收入减少7%吗？

如果你持有股票的公司和希腊根本没有任何的业务往来，那么这些公司的营业收入和利润并不会因为希腊的债务危机而发生任何改变。所以，很明显，在这样的情况下，希腊的债务危机几乎与你毫无关系，你没有任何理由因为市场的短期波动而抛售股票。如果你的投资组合不包括希腊的公司或者与希腊有某种业务联系的公司，那么你不应该因为希腊危机而盲目抛售你手中的股票。即使你持有的公司确

实与希腊有某种业务联系，如果你做好了足够的风险分散，那么希腊债务危机对你的影响也应该是很小的。假设你的投资组合中，有大约2%~5%的收入是来自与希腊有关的公司，那么你仍然没有任何恐慌的必要，你要做的只是根据希腊债务危机的情况，调低你对某个公司营业额和利润的估计，然后重新计算出该公司股票的“内在价值”。这个新的内在价值当然比原来的内在价值要低，但是很可能还是高于现在该公司的实际股价。只要实际的股价低于调整参数后重新估计出的“内在价值”，那你就没有理由抛售这只股票。你应该时刻记住，股价的下跌并不表示你应该抛出股票，股市的波动也不应该引起你的恐慌，只要你明白你手中股票的真正价值（即股票的“内在价值”），你不仅应该无视股市的短期下跌，甚至还应该考虑是否趁此机会低价买入，进一步增持该股票。

当一家公司放出消息，宣布将进行各种各样的改进和提高来增加公司的利润时，股价往往会随之上升。可是不要忘了，这些改进措施需要好几个季度，甚至好几年才能真正到位，才能开始影响公司的营业额和利润。不管这些举措是压缩成本，是研发新产品、新服务，是进军新的市场，是将赢利状况不佳的部门拆分出去，还是并购别的企业，这些措施都不可能即时生效。所以，在听到这些激动人心的新闻时，你并不应该立刻购入该公司的股票，期待短期内的增值。你应该谨慎地分析这些举措，应该有耐心地等待这些改进措施真正开始影响企业的利润。

同样的，如果你手中持有某一只股票，而这家公司突然遇到了麻烦或某种暂时性的问题，你也不应该立刻抛售这只股票。只要公司的问题是暂时性的，而且你相信公司的管理层可以解决这个问题，或是公司正在有效地应对这个麻烦，你就应该继续持有该公司的股票。只要公司从这个暂时的问题里恢复过来，你持有的股票就能给你带来丰厚的回报。下面，我想举一个我在投资中遇到的实际例子，来具体解

释这个观点。我曾经投资于一家叫作马头控股公司的企业，它的股票代码是ZINC。

马头控股公司是一家在北美生产销售金属锌以及锌制品的企业。该公司的产品包括上等西部锌金属、氧化锌，以及特种高等级锌金属等。除此之外，马头控股公司还回收利用小型钢厂的一种叫作“电弧炉粉尘”的危险废物。2010年7月23日，马头控股公司的一家位于宾夕法尼亚州的制造厂发生了事故，以下是马头控股公司关于该次事故的声明。

马头控股公司宾夕法尼亚州莫纳卡市工厂发生爆炸事件，造成两人死亡

2010年7月23日

宾夕法尼亚州，匹兹堡市，2010年7月23日讯

马头控股公司（纳斯达克代码ZINC）今日报告了昨天发生的一起生产事故。据该公司称，2010年7月22日下午4点30左右，马头控股公司位于宾夕法尼亚州莫纳卡市的冶炼工厂发生爆炸事故，导致两人死亡，至少两名员工受伤。应死伤者家属的要求，马头控股公司没有公布伤亡人员的姓名。两名受伤员工于昨晚在当地的医院接受了治疗，并已于当晚出院。马头控股公司的总裁兼首席执行官（CEO）吉姆·亨斯勒表示：“对两名在事故中不幸遇难的员工，本公司表示最大的哀悼。我们十分重视公司的所有员工和员工家属的利益，目前公司已经做出了初步安排，尽一切力量解决死伤员工和员工家属的所有困难。目前，爆炸事故的原因尚未查明，相关的调查正在积极进行之中。”

这家位于宾夕法尼亚州莫纳卡市的工厂分为冶炼部和精制部两个部分。冶炼部主要负责冶炼锌金属，而精制部则对锌金属和氧化锌进行进一步的精制和提纯。目前，该工厂的精制部门已被暂时关

闭，事故原因的调查正在进行之中。马头控股公司正在积极核算事故损失，目前尚未确定工厂的维修和重新开工需要多长时间。同时，该工厂的冶炼部门将继续进行正常的生产活动。马头控股公司已经将本次事故告知了保险公司，并将联系各大客户，积极解决这次事故可能带来的短期产品供应紧张的问题。

此次事故一经宣布，马头控股公司的股价立刻下跌了9.51%，当天的收盘价比前一天的收盘价下跌4.5%。从上面的这则报道中我们可以知道，为了调查事故原因，发生事故的工厂将暂时停工关闭。在事故曝光后，马头控股公司的股价暴跌9.51%，每股股价是7.32美元。5天以后，马头控股公司发布了事故调查的最新进展。

马头控股公司公布了宾夕法尼亚州工厂爆炸事件的最新进展

2010年7月28日

宾夕法尼亚州，匹兹堡市，2010年7月28日讯

马头控股公司（纳斯达克代码ZINC）今日报告了关于7月22日发生的工厂爆炸事故的最新进展。该次爆炸事故于2010年7月22日发生在马头控股公司位于宾夕法尼亚州莫纳卡市的一家冶炼工厂的精制部门内，事故导致两人死亡。

目前，该工厂的精制部门仍然暂时关闭，事故原因的调查和损失统计仍在进行之中。目前，美国职业安全与健康管理局（OSHA）和美国化学安全与危险调查局（CSB）都已介入调查，力图查明造成事故的安全生产漏洞和危险因素。马头控股公司一贯重视员工和访客的人身安全，目前正在全力积极配合各项调查的进行。除了上述管理部门的调查外，马头控股公司和其保险公司也在进行自己的独立调查，以便更好地了解事故的原因。此外，美国钢铁业公会也已经介入了事故的调查。

初步调查结果显示，为保证后续生产的安全，锌金属和氧化锌精制设备中的10根支柱必须全部更换重建。为确保消除所有安全隐患，设备的维修和重建要等到事故原因完全查明以后才能开始进行。而事故原因的调查可能需要若干个星期才能全部完成。在这之后，设备的维修和恢复预计又需要几个月的时间。在查明事故原因并制定出完整的维修计划之前，该冶炼厂的所有员工将继续领取工资及享受所有的福利保障。

马头控股公司的总裁兼CEO吉姆·亨斯勒表示："本公司十分重视生产安全问题，我正在积极制订事故后的维修计划和做出投产安排，同时我们也在积极联系我们的客户，尽力做出令客户满意的安排和调整。"

事故工厂的冶炼部门正在继续进行生产活动，但受到事故的影响，设备并没有全部投入生产，产品的产量也受到了影响。目前，冶炼部门的6台锌金属熔炉只有5台处于工作状态。马头控股公司将根据市场需求和精制部门的维修进度适时调整冶炼部门的生产计划。目前，此次事故的经济损失尚未确定。维修重建期间，马头控股公司的氧化锌产量将受到一定影响（氧化锌的历史销售额约占马头控股公司总销售额的40%），同时设备的维修又将产生一笔不小的开支。但是，马头控股公司的管理人员表示，公司将增加金属锌的销售量，希望此举能在一定程度上弥补氧化性减产带来的损失，减小事故对公司的影响。公司管理人员还表示，公司的事后处理方案，以及向保险公司索赔的情况也都会影响最终的经济损失数额。

马头控股公司的总裁兼CEO吉姆·亨斯勒还说："对本次事故的受害者吉米·泰勒和科里·凯勒，本公司再次表示我们最大的哀悼，希望他们的家人和朋友可以接受我们的歉意和哀思。我们已经接受美国钢铁业公会的建议，决定为两位死难者建立一个纪念基金。我们欢迎任何团体和个人对这个纪念基金进行捐助。"

吉姆·亨斯勒还公布了向上述基金捐款的具体方式。

这篇报道明确说明，在事故原因调查阶段，冶炼部门的6台金属熔炉将有5台继续正常工作。同时，虽然氧化锌的销售将受到影响，但马头控股公司将加大锌金属的销售来减少损失。此外，保险公司的赔付也能进一步冲抵公司的损失。但是，即使在7月28日的这篇报道公布以后，马头控股公司的股价仍然未见多少起色。2010年7月28日，马头控股公司的股票报收于每股7.78美元。我们看到，爆炸事故的后续解决工作已经在稳步进行之中，而股价还没有从事故的影响中恢复过来，这就是一个购入马头控股公司股票的好时机。

2010年8月1日，马头控股公司宣布，事故原因已经查明，维修重建工作正式开始。马头控股公司宣布，事故工厂将于2010年12月21日恢复生产。关于恢复生产的具体报道如下：

马头控股公司宣布全面恢复宾夕法尼亚工厂冶炼部门的生产活动

2010年12月21日

宾夕法尼亚州，匹兹堡市，2010年12月21日讯

锌生产厂商马头控股公司（纳斯达克代码ZINC）今日宣布，之前发生事故的工厂现在已恢复生产。该工厂位于宾夕法尼亚州的莫纳卡市。目前，该工厂冶炼部门的6台金属熔炉已经全部投入使用，产量已恢复到事故前的水平。同时，该工厂的精制部门也已重新启动，公司表示将全力投入氧化锌的生产，弥补之前损失的产量。预计到2011年1月初，马头控股公司该工厂的氧化锌产量将恢复到事故发生前的水平。

2010年7月22日，马头控股公司位于宾夕法尼亚州莫纳卡市的这家工厂的精制部门发生了爆炸事故。事故后，该工厂的氧化锌生产线完全停产，冶炼部门则减量生产，6台金属熔炉只有5台启动运

转。自事故发生以来，马头控股公司对该工厂进行了全面的维修和改造，力求提高工厂的安全性和生产效率。

马头控股公司的总裁兼CEO吉姆·亨斯勒表示："事故工厂精制生产线的改造和维修工程正在按计划进行。经过总部的安排和部署，我们的其他工厂提高了金属锌的产量，以弥补事故工厂维修重建所带来的产量损失。事故发生以来，由于本公司的积极运作，我们的客户群不减反增。按照目前的市场情况，预计重新恢复生产的事故工厂将开足马力，把6台金属熔炉全部用于产品的生产。"

现在，我们来看一看图2－1中马头控股公司在这一事故期间的股价走势。如果你在2010年7月28日的报道见报以后决定购买马头控股公司的股票（因为你从报道中知道，事故只是一个暂时性的困难，问题预计在3~6个月内解决），那么你的买入价大约为每股7.78美元。2010年12月21日，事故工厂恢复生产的消息传出，此时马头控股公司的股价已经涨回到每股13.04美元。如果你在这中间的5个月里，一直耐心持有该股票，那么你这5个月的投资回报率是67.60%。在这个例子中，公司所有者的投资思想给了我耐心，也给了我丰厚的回报。如果我当时以一个交易者的心态投资，我就很可能在马头控股公司宣布事故的时候因为惊慌而盲目抛售该公司的股票，很显然，那样不但赚不到钱，还会和其他盲目的投资者一样蒙受损失。

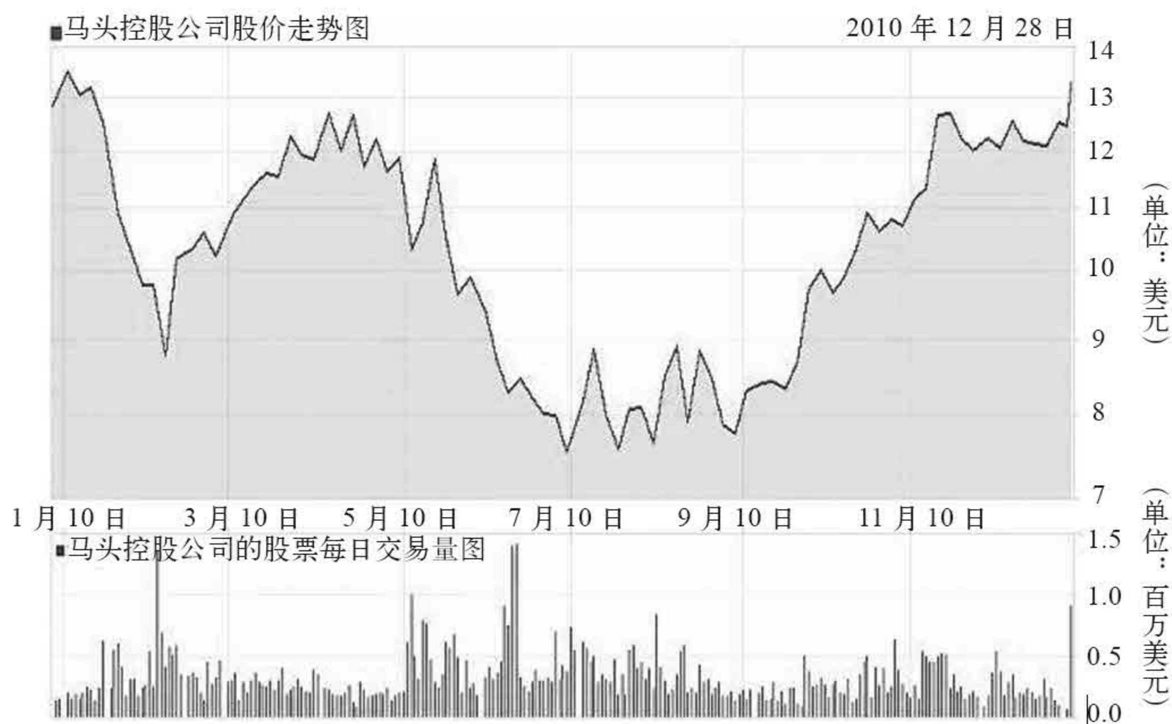


图2–1 马头控股公司的股价走势和日成交量图

对于大部分共同基金和对冲基金的经理来说，他们的首要目标是资金的短期回报率最大化，因为每个月或者每个季度基金经理都要向客户汇报最近的投资表现，告诉客户资产的回报率是多少。如果报表上的数字不佳，客户就很可能撤资转投其他的基金。因为这样的压力，在每个月或每个季度结束的时候，基金经理们必须尽一切的努力，来提高本期的账面回报率。所以，基金经理们常常以一种“交易者”的心态来投资，他们过于重视短期的回报率，频繁地买入和卖出股票。因为有向客户报账的压力，即使这些基金经理发现了一家极具成长潜力的企业，他们也无法长期持有，往往不得不为了短期的增值而过早地抛售潜力股。因为基金行业的这种弊端，致使很多赚钱的机会被白白浪费掉了。幸好，作为个人投资者，你完全没有每月或每季度向客户报账的压力，这是你相比于职业基金经理的又一个巨大的优势。你的着眼点是为自己的投资赢得最大的长期回报率，没有任何现实的压力迫使你考虑短期的回报率。

只要你用公司所有者的心态进行投资，而不是用一个交易者的心态盲目地频繁买卖股票，你的投资表现就能够很轻松地超过90%的基金经理。对于这一点，我有十足的信心。关于“像公司所有者一样投资”，巴菲特曾说过这样一句话：“我从不打算从股市的短期波动中获利，每当我买入一只股票，我都打算长期持有，即使我买入这只股票后股市立即关闭，然后连续休市5年才再次开市，对我也毫无影响。”你看，对于股市的短期波动，巴菲特的态度是：完全无视。即使今天买入的股票明天其价格就暴跌，巴菲特也不会担忧、不会惊恐，因为这些都只是账面上的暂时性损失而已。巴菲特监控自己手中股票的方法，就像一个CEO监控自己的公司一样，巴菲特看重的是营业额的增长，是利润的提高，是股本回报率，是资本回报率，是负债情况，是资本支出情况……一个成功的CEO衡量的是公司价值的长期成长，而不是公司股价的短期变化，巴菲特也正是以这样的标准来衡量他的投资。

像公司所有者一样投资，不仅能帮助你在合适的时间买入优秀的股票，还能让你在合适的时机卖出正确的股票。在《巴菲特演讲：来自世界上最伟大的投资者的才情与智慧》一书中，作者珍妮特·洛这样写道：

> 为了形象地描述股票市场的行为，本杰明·格雷厄姆把股票市场比喻为一位“市场先生”。这位“市场先生”是一位非常情绪化、有点儿神经质的生意伙伴。每天，这位“市场先生”都会突然闯进你的办公室，表示他愿意以某个价格买入你手上的股份，或者表示他愿意以某个价格把他手上的公司股份卖给你。不管他给出的价格有多么离奇，也不管你多少次拒绝了他的出价，这位神经质的“市场先生”总是会在第二天又一次出现在你的办公室里，给出新的报价。巴菲特说，这个故事的精髓是：“不能把这位神经质的‘市场先生’当真，‘市场先生’应该是你的仆人，而不是你的引导者。”

选择优质的股票，是成功投资的第一步。如果你选对了股票，你余下要做的就只是耐心等待而已，你不需要忙于频繁的股票交易，要坐等丰厚的回报就可以了。珍妮特·洛在书中这样论述这个问题：

> 选择优质股票的其中一个原因（当然，最主要的原因是优质股票能让你赚到钱）是，只要你买了优质股票，你只需耐心等待即可，剩下的所有工作都可以放心地交给公司的管理者去完成。1973年，巴菲特的投资包括伯克希尔·哈撒韦公司、一家伊利诺伊州的银行、一家奥马哈市的媒体、10多家保险公司、一家交易印花税公司、一家女装连锁店，以及一个糖果公司。

是的，只要选对了股票，剩下的工作其实是相当轻松的，关于这一点，巴菲特曾经这样说道："我的生活真的是极其简单，很多事情我把手揣在口袋里就能轻松完成。"这段话出自内布拉斯加《星期日明星报》的记者萨姆·索尔森关于巴菲特的报道。

如果你是一家公司的老板，你会在公司的市值翻了一番的时候就立刻出手将公司卖掉吗？通常你不会这么做。作为公司的老板，你了解公司的价值，更了解公司的潜力，只要公司的潜力还没有完全发掘出来，你是不会轻易出手的。而大部分华尔街的投资人却持有不同的心态，他们总是想着短线卖出，尽早将钱收回自己的口袋里。当然，把钱赶紧装进口袋并不是一件坏事，但是为此放弃股票长期的潜在升值空间却是一个极大的损失。持交易者心态的投资者总是在股票价值翻倍的时候就立刻出手，然后，他们会用回笼的资本购入其他股票（不幸的是，"其他股票"很可能是一只会赔钱的股票）。

而像公司所有者一样投资的心态和理念，则会让你做出明智的决定，不管是买入还是卖出股票，你的决策都不会是盲目的。当你打算卖出一只股票时，请务必事先作足相关的研究，估算出股票当前的"内在价值"，然后看看股票的市场价格和"内在价值"是哪种关

系。如果股票的价格低于其内在价值，这是一件好事，这说明这只股票仍有升值的空间。除此之外，你还应该关注公司的成长潜力，如果公司正在健康高速地发展和成长，这是一件好事。即使你手中的股票已涨了近100%甚至200%，只要股票的价格低于其内在价值，只要公司仍有成长潜力，你就不应该为了短期的利润而抛售股票。记住：长期持有，你的收益就可能是1 000%！永远以一个公司所有者的心态来进行投资，因为世界上最伟大的投资者正是以这样的心态和理念对待他的投资的：

> 我购进大部分股票之后都会长期持有。当我衡量我的投资表现时，我看的是公司业绩的成长，而不是某一天的股价高低。如果你要收购一家公司，你应该关注这家公司的长期成长潜力，只看短期的表现是非常愚蠢的。我觉得，购买股票也是如此。即使只购入小额的股票，重要的仍然是这家公司的长期发展潜力。很多投资者就像被催眠了似的，一味地关注短线的利润，我认为这很不理智。

第三章
长期投资策略能给你带来丰厚的回报

长期投资策略又叫作“买入并持有”策略，当然，这并不是说你应该买入一只股票，然后把它抛到脑后一放就是一二十年。你应该选择购入一只有成长潜力的股票，然后持续关注这家公司的经营表现和利润情况。每年、每一季度，你都应该阅读该公司的报表，收集和了解相关的信息。只要公司的发展状况良好，你就应该继续持有这只股票，等待股票长期的升值，而不是为了短期的赢利卖掉这只股票。作为长期的投资者，你应该忽略股市的短期波动。因为各种各样的消息和事件，股票的价格每天都会变化，但只要你的目标是长期投资，这些短期的动荡就与你毫无关系。作为长期投资者，你应该关心的是公司的长期经营发展趋势。很多投资者是这样来判断一笔投资的好坏的：如果我今天买进了一只股票，明天这只股票涨了，那就说明我买对了，这只股票是一只好股票。反过来说，如果第二天那只股票的股价下跌了，这些投资者就会感到痛不欲生，认为自己选错了股票。这种想法是完全没有道理的。

不论你买入哪种股票，你都不能从第二天的股价中判断出这笔投资的好坏，你需要足够的时间，来做出理智的评判。股价的短期波动和公司的基本面信息没有什么联系。但是，从长期来看，公司的基本面情况对股价的长期走势有着极大的影响。你应该通过追踪公司的基本面信息来追踪你的投资表现，而不是只看每日的股价变动。

巴菲特曾经买入过华盛顿邮报公司的股票，对于为什么买进这只股票，巴菲特是这么说的：

买股票和购买整家公司有些不同。你不可能跑到卡拉马祖市的电视台，然后和电视台的所有者说：嗨，伙计，你看道·琼斯工业平均指数今天下跌了20点，所以你应该赶紧把你的电视台便宜地卖给我。当你和一家企业打交道时，你进入了真实的世界。但是，股市中的每个人都在思考相对价格。在一个月的时间内，我们买进了华盛顿邮报公司8%~9%的股票，那些卖股票给我们的人都不知道，他们正在把价值4亿美元的东西以8 000万美元的价格卖给我。这些投资者为什么要低价把华盛顿邮报公司的股票卖给我呢，有的是因为看到最近传媒股的股价普遍下跌，有的是因为看到别人卖出就跟风抛售，有的是因为其他因素。总之在我看来，这些投资者抛售股票的原因都是完全非理性的。

1973年2月，巴菲特开始购入华盛顿邮报公司的股票，他的购入价格大约是每股27美元。在这期间，华盛顿邮报公司的股价不断下跌，最低时跌到了每股20.75美元。而巴菲特却不为所动，继续稳步购入。到了1973年10月，伯克希尔·哈撒韦公司已经成为了华盛顿邮报公司的最大外部投资者，巴菲特总共在这份报纸上投入了约1 000万美元的资金。时至今日，巴菲特仍然持有这些股票，根据2009年巴菲特公司的年报，这些当年以1 000万美元买来的股票，到了2009年年底其市值已经达到了约3.57亿美元。试想，当年华盛顿邮报公司的股票从每股27美元跌至每股20.75美元，跌幅为23%的时候，如果巴菲特为了止损而抛出这些股票，那么他的这笔投资不但不会赚钱，还会赔掉一些资本。而巴菲特选择了买入并长期持有的策略，从而获得了丰厚的回报。这就是长期投资策略的美好之处，正是这种长期投资的心态和理念使得巴菲特从盲从的股市大众中脱颖而出。

历史数据告诉我们，长期投资策略的回报要比短期投资策略高得多。如今，长期投资策略似乎已经不再流行，很多文章声称，在今天的动态市场环境中，买入并长期持有的策略已经没有用武之地了。很

多资深的投资专家在各种各样的媒体中宣称，巴菲特的投资方法已经过时了，今天的市场环境下需要更先进的投资策略。

是的，如今的股市中充满了高频交易、频繁交易，以及交易所交易基金（ETF）交易。大型的金融机构已经不再靠真人来进行交易，而是越来越多地依赖某些计算机算法和交易软件来做出自动的实时买卖决策。这些公司的口头禅是："在如今的动态市场里，你必须高频率地买卖股票，要不然你就只能等着被别人宰割。"虽然这是如今的一种风潮，但是他们的说法是没有根据的，即使在今天的动态市场里，长期投资策略仍然比短期投资策略的收益高。

如果不信的话，我们可以来看一看近期股市中长期投资策略的表现如何。假设我们于2001年1月1日购入股票，然后连续持有10年，并且于2010年12月31日抛出。基于这样的假设，让我们来看看2001~2010年业绩最好的一些公司的股价走向。

近年来，最抢眼的股票莫过于苹果电脑公司了，人人都知道史蒂芬·乔布斯的传奇故事，苹果公司的忠实用户遍布世界各地。图3－1是苹果公司在2001~2010年这10年间的股价走势图。

在2001年1月2日，苹果公司的股价是每股10.81美元（根据股票分割的情况调整后的价格）。到了2010年12月31日，苹果公司的收盘价高达每股322.56美元。10年间的总回报率是2 983%，如果考虑复合年利率，那么这笔投资的平均年收益率是40.43%。也就是说，如果10年前把1万美元投入苹果公司的股票，10年后你的这笔投资就会涨到29.83万美元。在这10年间，我相信曾有无数的投资者买卖过苹果公司的股票，有人赚了钱，有人赔了钱，但是，这其中有几个人的投资翻了29倍呢？我相信只有不到1%的投资者能达到这个业绩，其实这1%的投资者要做的事情很简单，他们只需要买入并长期持有苹果公司的股票就行了。而剩下99%的投资者们为什么没能赚到这笔巨大的收益呢，因为他们着眼于短期回报，过早地将苹果公司的股票脱手卖出。对于

这其中的大部分投资者来说，股价翻倍甚至上涨到原来的3倍已经让他们喜出望外了，他们迫不及待地将苹果公司的股票抛售，看似快速锁定了利润，其实却是把29倍的利润拱手让给了别人！

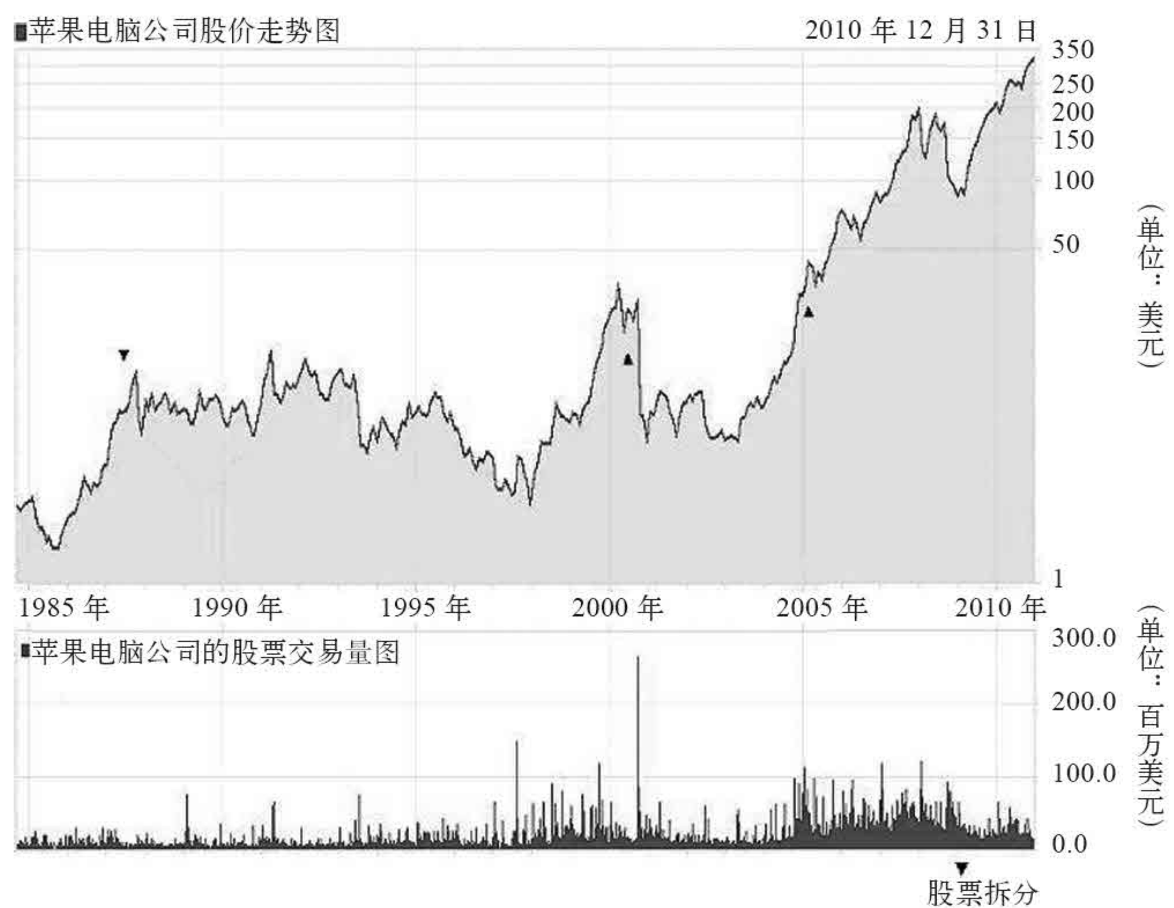


图3–1 苹果电脑公司的股价走势和日成交量图

下面，我们再来看另外一个例子，西南电力公司（SWN）的股价如图3－2所示。

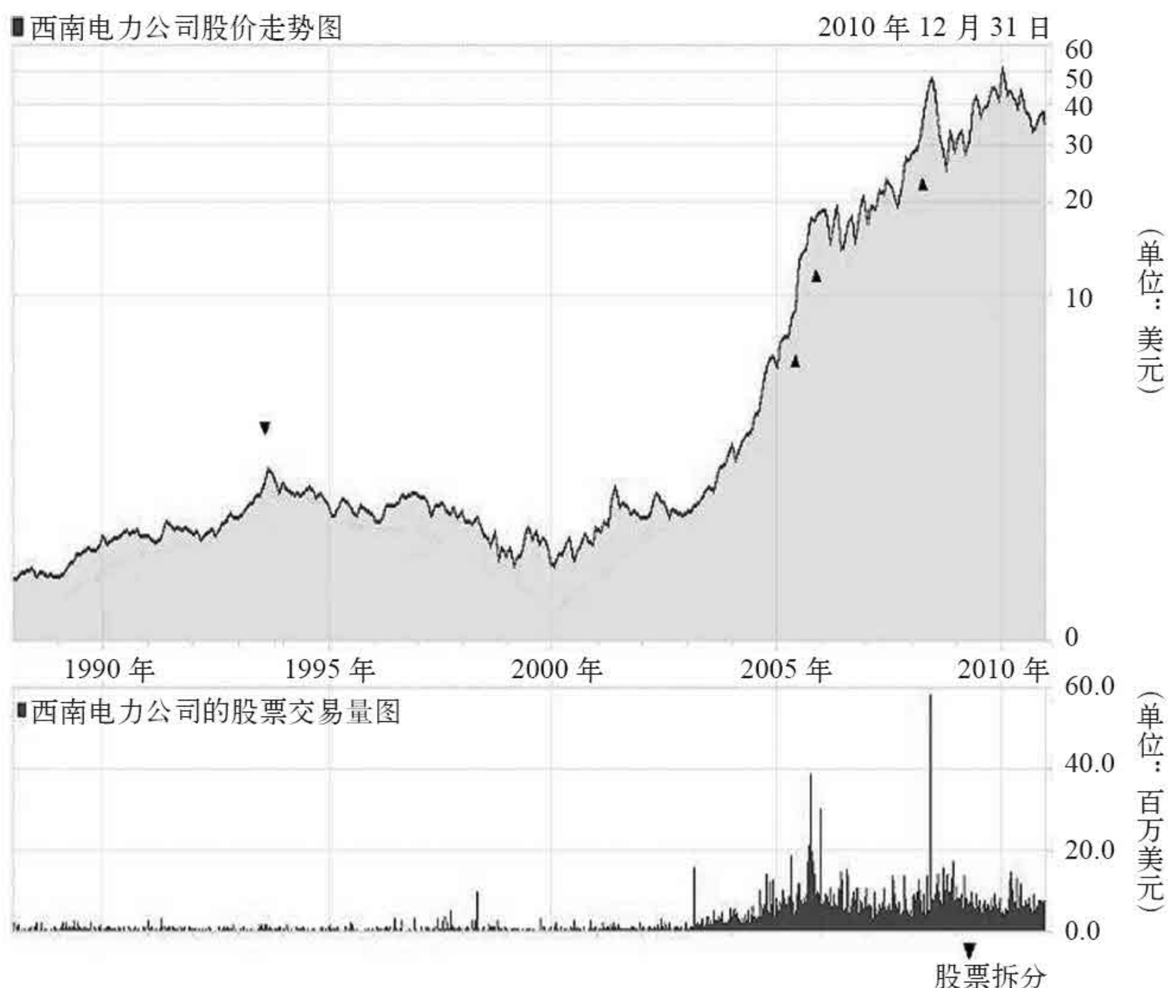


图3–2 西南电力公司的股价走势和日成交量图

在2001年1月2日的时候，西南电力公司的股价是每股1.13美元（考虑股票分割调整后的价格）。而到了2010年12月31日，西南电力公司的收盘价涨到了每股37.43美元。10年间的总回报率是3 312%，如果换成复合年利率，那么这笔投资的平均年收益率是41.91%。也就是说，如果10年前用1万美元购入西南电力公司的股票，10年后，你的这笔投资就会涨到331 238美元。我们的结论很简单：只要善于发现有潜力的优秀公司，长期投资的策略在今天的动态股票市场里仍然行得通，现在是这种情况，未来仍然如此。

在巴菲特的职业生涯中，就有这样的一个例子。巴菲特是这样谈论他对于迪士尼公司的投资的：

> 1966年，我们买进了迪士尼公司5%的股票。以当时的股价，把整家迪士尼公司买下来只需要8 000万美元，并且不含任何负债。于是，我们只花了400万美元就买下了迪士尼公司5%的股份。1966年，迪士尼公司仅在某个主题公园的加勒比海盗景点上花了1 700万美元，而且同类的景点还有好多。所以，我断定400万美元的价格简直低得离奇。

1966年，巴菲特开始投资迪士尼公司的股票（代码：DIS）。当时，迪士尼的股价只有每股31美分（考虑股票分割的情况调整后的价格）。遗憾的是，这一次巴菲特没有选择长期持有迪士尼的股票，当股价涨到每股48美分的时候，巴菲特抛出了迪士尼的股票，获得了一笔短线投资利润。同时，伯克希尔·哈撒韦公司还拥有大都会传媒公司/美国广播公司（ABC）的股份。30年以后，大都会传媒公司/ABC与迪士尼合并成了一家公司。此时，伯克希尔·哈撒韦公司因为这起合并而得到的迪士尼股票已经价值每股65美元了。也就是说，要是巴菲特当年没有抛售迪士尼公司5%的股份，虽然他会牺牲一些短期利润，却可以获得30年209倍的惊人投资回报。换算成复合年利率，相当于30年内每年的平均收益率达到19.5%。

当然，投资的世界并不总是美好的。虽然你的1万美元可以通过上面的这些投资机会成百倍地增值，但如果你用这1万美元来购买通用汽车、房利美公司、房地美公司，或是雷曼兄弟公司的股票，你也很可能在2008年的金融危机中把这1万美元资本赔得一分不剩。所以，作为一个长期投资者，你需要学会辨别公司的优劣在购买任何一只股票之前，你都应该根据“股票研究清单”（我在本书第二部分，第五章至第二十一章中将详细分析解释这份清单及其中的技术细节）对这家公

司进行一次认真彻底的研究评估。购入股票之后，你仍然应该每年关心该公司的财务报表，随时掌握它的运营状况。经常问问自己：这家公司的管理层有没有为提高利润做出努力？如果有的话，都用了哪些手段？公司管理层对企业未来的发展和扩张有什么计划？他们有没有切实有效地执行这些计划？只要你对这些问题的答案感到满意，你就可以继续持有这家公司的股票。巴菲特正是这样做的。在巴菲特的投资生涯中，他一直有一张“核心股票”清单，清单上的股票都是他打算超长期持有的。巴菲特曾经说过：“查理（指他的伙伴查理·芒格）和我打算超长期地持有这张清单上的股票。也许你会发现，有一天我们两人已经老得不认识对方了，但这些股票却还被我们抓在手上！”

上面我们谈到，只要选对股票，长期投资策略可以让你获得极为丰厚的回报。除此之外，长期投资策略还有一些额外的好处：

1. 长期投资策略可以帮你减少资本利得税。
2. 长期投资策略可以帮你减少付给经纪商的佣金。
3. 长期投资策略可以帮你省下雇用会计师的钱。
4. 长期投资策略降低了你买到坏股票的可能性。

下面，让我来逐条谈谈这些好处。

减少资本利得税

如果你在一年内卖出你手头的股票，对于买入价和卖出价的差额，你需要缴纳30%左右的个人资本利得税。而如果你持有这些股票的时间超过一年，资本利得税就降低为15%。即使你的股票在不断地增

值，只要你一天不把它们卖掉，你就不需要缴纳任何的资本利得税。我们可以用一个简单的例子来说明这其中的差异。假设有两个投资者——投资者A和投资者B，两人同时把10万美元资金投入股市，再假设两人的股票都以每年20%的幅度增值，投资者A和投资者B的唯一不同在于他们的投资方法。

投资者A是一位短线投资者，他每年买入股票，在年底全部卖出，来年再次把收回的钱投入股市。我们假设他的年平均投资毛回报率是20%，那么以下是投资者A这10万美元的增值状况：

表3–1 投资者A的投资情况

年份	年初总资产（美元）	资本增值收益（20%）	年末税前总资产（美元）	资本利得税（美元）	年末税后总资产（美元）
1	100 000.00	20 000.00	120 000.00	18 000.00	102 000.00
2	102 000.00	20 400.00	122 400.00	18 360.00	104 040.00
3	104 040.00	20 808.00	124 848.00	18 727.20	106 120.80
4	106 120.80	21 224.16	127 344.96	19 101.74	108 243.22
5	108 243.22	21 648.64	129 891.86	19 483.78	110 408.08
6	110 408.08	22 081.62	132 489.70	19 873.45	112 616.24
7	112 616.24	22 523.25	135 139.49	20 270.92	114 868.57
8	114 868.57	22 973.71	137 842.28	20 676.34	117 165.94

9	117 165.94	23 433.19	140 599.13	21 089.87	119 509.26
10	119 509.26	23 901.85	143 411.11	21 511.67	121 899.44

投资者A这10年中总计缴纳资本利得税197 094.98美元。10年后，他的税后总资产是121 899.44美元。所以，投资者A在这10年间的净利润是121 899.44美元 – 100 000美元 = 21 899.44美元。投资者A在这10年间的税后净回报率是21.89%。

我们再来看看投资者B。投资者B是一位长期投资者，他于第1年年初购入股票，然后连续持有10年，直到第10年年末才将股票售出，并一次性地缴纳资本利得税。假设投资者B的年平均毛回报率也是20%，让我们来看看投资者B的资产变化情况：

表3–2 投资者B的投资情况

年份	年初总资产（美元）	资本增值收益（20%）	年末税前总资产（美元）
1	100 000.00	20 000.00	120 000.00
2	120 000.00	24 000.00	144 000.00
3	144 000.00	28 800.00	172 800.00
4	172 800.00	34 560.00	207 360.00
5	207 360.00	41 472.00	248 832.00
6	248 832.00	49 766.40	298 598.40
7	298 598.40	59 719.68	358 318.08
8	358 318.08	71 663.62	429 981.70
9	429 981.70	85 996.34	515 978.04
10	515 978.04	103 195.61	619 173.64

到了第10年年末，投资者B需要缴纳15%的资本利得税，即619 173.64美元×0.15 = 92 876.05美元。那么，投资者B这10年来的净利润是526 297.60美元。2001~2010年，投资者B的总投资回报是526%。你看，在假设完全相同的税前毛投资回报率的前提下，长期投资策略的净回报率是526%，短期投资策略却只有21.89%，两者竟然相差了504.11%！这个例子无可争辩地说明了长期投资策略在税收上有多大的优势。

减少经纪商佣金

除了资本利得税以外，经纪佣金也是蚕食你的股市收益的一个危险的敌人。如果你雇用综合服务经纪商，收费通常会比较高；折扣经纪商的收费相对低一些，但仍然是一笔可观的开销。比如说亚美利交易控股公司（TD Ameritrade）对每笔低于10万股的股票交易收取9.99美元的经纪商佣金。我们假设一个典型的短线投资者账户里一共有10万美元资产，该投资者持有20只股票，换手率是100%。也就是说，这位短线投资者将卖出股票40笔，买入股票40笔。如果你一次性地完成这些交易，总共的交易次数是80次。

在通常的情况下，投资者肯定不会一次性地把手头的股票全部换手，因为股市的行情总是不断变化的。有时你会买进一些这只股票，有时你又会卖出一些另外一只股票。考虑到这种情况，我们假设该投资者每次将50%的股票换手，那么一年就有160笔交易。每笔交易需缴纳9.99美元的经纪商佣金，所以佣金上的花费就是每年1 598美元。这位投资者账户的总额只有10万美元，也就是说，在短线投资的情况下，经纪商佣金花去了他的总资产的1.59%。想象这样的短线交易持续了10年，那么这位投资者总共要缴纳15 980美元的经纪商佣金。

让我们再来考虑一位长期投资者，他在10年间一共只会买进40笔，卖出40笔，于是他缴纳的经纪商佣金总额是799美元。也就是说，相比于短线投资，长期投资策略在10年间仅在经纪商佣金上就帮你省下了15 180美元。

上述例子只考虑了10年的投资时间，想想看，如果时间延长到20年，或40年呢？短线投资和长期投资的差距是不是会更大？上述例子中，我们假设股票换手率是每年100%，而在实际情况中，有些从事频繁交易的交易员一天就要交易20~30笔。我们可以再进一步，想想一家共同基金或对冲基金每年要在经纪商佣金上花去多少钱，对这些金融机构而言，一年几千笔的交易是再正常不过的。这些基金会雇用大型的券商，比如高盛，来担任经纪商，这些每交易1股大约需要缴纳1~3美分的经纪佣金。如果交易外国的股票，佣金当然还要更高。考虑到所有这些因素，我们可以明确地看到，采用长期投资的策略，真的能减少很多经纪商佣金的支出。

会计师费用

当你报税的时候，你这一年的每一笔股票交易都必须被单独对待，算出单笔交易的赢利或亏损。试想如果你是一位从事频繁交易的交易员，你一年得进行多少笔股票交易，这些都需要雇用专业的会计师来帮你计算和报税。此外，会计师还必须帮你考虑到洗售的情形，这又是很大的工作量。通常，会计师是按小时收费的，你每年的交易笔数越多，就需要花越多的钱请会计师帮你报税。而如果你是一位长线投资者，这方面的支出就会减少很多。

避免买到坏的股票

短线投资者往往很快就抛出手中的股票，这也意味着需要把收回的资金再次投入到其他股票。即使前一次的投资赚了钱，要是再投资的时候选错了股票，辛苦赚来的钱很容易就赔进去了。更糟糕的是，除非你的后一笔交易可以帮你减税，不然你前一笔交易赚到的钱照样需要缴纳资本利得税。此外，短线交易还有一个非常大的问题，那就是如果你频繁地买卖股票，或者一下子持有很多股票，你就必然没有足够的时间和精力对每一只股票、每一笔买卖都进行足够与深入的研究。

对于这个问题，巴菲特是这样说的：

> 我对巴菲特联合有限公司的所有投资作了一项研究，我们有数额很大的投资，也有数额较小的投资。我发现，数额大的投资总是比数额小的投资成功很多。因为做出大的投资决定之前，我们总是会进行很多的研究和批判思考，收集足够多的信息和知识，如果结果不能令我们完全满意，我们可能就不敢贸然进行这笔数额巨大的投资。而对于小的投资，前期的研究就偷工减料得多，做决定也可能比较草率和随便。就像我们常常会听人说道："我买了100股某家公司的股票，因为我在一个派对上听人谈起过那家公司的好处。"对于小的投资决定，人们的决定往往是草率和不理智的。

最后，让我来概括一下这一章的内容：长期投资策略强调以合适的价格买入一只有潜力的股票，然后长期持有。所谓合适的价格，就是低于公司内在价值的价格。而长期持有，意味着只要公司的基本面信息趋势良好，你就不应该将这只股票卖出。用巴菲特的话说就是：

> 股票投资是很简单的。你只需要发现一家优秀的企业，然后以低于其内在价值的价格把这家公司的股票买到手。优秀的企业

意味着诚实而有能力的管理层，剩下的任务你都可以放心地交给管理层去办，而你要做的，就是永远地持有这只股票。

第四章
有效避免永久性资本损失的四条建议

沃伦·巴菲特的首要投资原则是：

第一条：永远不要赔钱。

第二条：永远不要忘记第一条。

每一个投资者都应该认真地避免永久性的资本损失。如果你有10万美元的投资，那么5万美元的永久性资本损失就意味着你已经赔掉了1/2的资本。如果想要收回本金，你就必须用剩下的5万美元的资本赚到5万美元的利润，也就是你必须取得100%的回报率，才能把手中剩下的钱翻倍。如果你考虑长期的复合回报率，那个数字将会更加的惊人。下面，让我们来具体地分析两种情景。

情景1

假设你没有任何的资本损失。同时，我们假设在这20年中，你每年的复合年回报率是15%。在第20年的年末，我们可以计算出你的最终资本（这里用到了计算终值的公式）：

你的最终资本 $FV = PV(1+I)^{N}$

其中：

PV=现值

I = 回报率

N = 投资年数

FV=终值

代入数字：

$FV = 100\ 000 \times (1.15)^{20} = 1\ 630\ 000$美元

情景2

如果你在第一年的投资失利，损失了5万美元的资本，那么在第一年年末，你的资本只剩下5万美元。你从第二年年初开始，用剩下的5万美元继续投资，在接下来的19年中，你每年的复合年回报率是15%。到了第20年的年末，我们可以计算出你的最终资本：

你的最终资本$FV = PV(1+I)^{N}$

其中：

PV = 现值

I = 回报率

N = 投资年数

FV = 终值

代入数字：

$FV = 50\ 000 \times (1.15)^{19} = 711\ 000$美元

因为你在第一年损失了5万美元的资本，最终你在20年间一共损失掉了91万美元。这个例子是为了强调永久性资本损失的严重性，并把“避免永久性资本损失”这个概念深深地刻在你的头脑里。只看初始的5万美元损失，你也许觉得这个数目并不大。因为对这个数目不重视，你掉以轻心，做出草率的投资决定，从而随随便便地损失掉这5万美元的资本。而当你看到20年后你的总损失——91万美元——的时候，这个巨大的数字可能更能引起你的充分重视，让你尽力地避免这种永久性的资本损失。

注意，我的用词是“永久性的资本损失”，而不是简单的“损失”。这两个概念有着很大的区别。让我来举一个具体的例子。假设你对一家公司进行了深入的基本面信息研究，经过计算，你认定这家公司的内在价值是每股60美元（我将在第二十三章中具体解释如何计算一家公司的内在价值）。再假设此时这家公司股票的价格是每股45美元，于是你以这个价格买入。你的买入价大概是股票内在价值的75%。

在你买入这只股票以后，由于市场的波动，或者由于某家证券经纪商下调了对这只股票的评级，这只股票的价格跌到了每股35美元。从账面上来看，你的投资组合因此损失了22%的价值。你重新研究了公司的基本面信息，确定公司没有发生任何负面的变化，而你对公司未来营业额和利润的预测还是与之前一样，保持不变。股票价格的下跌仅仅是市场对证券经纪商下调评级做出的一种短期反应。

现在，根据股票的市值，你已经产生了22%的账面损失，于是你感到恐慌，并且以每股35美元的价格将该股票抛出。在你抛出股票的那一刻，你这22%的损失就从账面损失变成了“永久性的资本损失”。既然你知道这只股票的内在价值，你就完全没有理由因为暂时的账面损失而恐慌，更不应该为了止损而抛出这只很有潜力的股票。当股价跌到每股35美元的时候，你应该高兴，应该把这看成一个好的机会：市

场给了你机会，让你能以如此低的价格购入这只潜力股。你不但不应该卖掉手上的股票，还应该抓住这个机会跟进，以低价继续买进这只股票。

短期的市场波动会给你带来暂时的账面损失，但这种损失并不要紧，你的投资并没有损失任何的价值。有时候，市场需要足够的时间，才能反映出一只股票的真正价值（内在价值），在这样的情况下，你一定要有足够的耐心和信心。对于一些新的信息和变化，市场可能不会马上做出反应，而是缓慢地做出正确的调整。有时候这个调整的过程会持续好几个季度，有时候甚至长达几年。但不管过程多曲折，最终股票的价格总是会真实地反映出公司的内在价值。

很多盲目的普通投资者都不明白这个道理。只要他们看到自己手中的股票价格下跌，这些投资者就会觉得自己选错了股票，犯了投资上的错误。这种想法让他们感到痛苦和焦急，为了避免这种感觉，这些投资者选择在股价的低点上售出他们的股票，吞下“永久性资本损失”的苦果。然后，这些投资者急于挽回损失，于是他们又开始寻找新的、能快速增值的投资机会（如其他股票或期权），这一切就变成了一种恶性循环。

所以，避免永久性资本损失并不是避免账面损失，你不应该因为害怕账面损失而盲目地抛售手中的股票。当然，避免永久性资本损失也不是要求你永远地持有那些价格跌破买入价的股票，希望它终有一天会反弹甚至赢利。有的股票价格是因为市场的错误估值而暂时下跌，有的股票价格下跌却是因为它真的是一只垃圾股。那么，你可能会问，到底如何区分这两种股票呢？答案是：你应该紧密地跟踪公司的动态，认真研究每一季度的赢利状况，详细查看公司的资产负债表和现金流量表，尽量收听公司的各种电话新闻发布会。如果公司在这些方面都表现良好，基本面信息也没有问题，那么你就可以放心地下

结论：股价的暂时下跌只是市场的估值错误，你不仅可以安心地持有该股票，还可以继续大胆地买进。

反过来说，如果你研究发现公司的利润在下降、负债在增加、现金在减少，这些问题已经持续了好几个季度，而公司管理层根本没有任何解决上述问题的计划和行动，你就应该警惕起来。如果你的研究表明公司的基本面信息在恶化、经营状况在滑坡，那么公司的内在价值很可能已经跌到了你的买入价以下。在这样的情况下，你就需要考虑公司能否扭转这种状况了，如果在合理的时间范围内（比如2年之内），公司完全无望扭转颓势，那么理智的做法很可能就是立刻止损、卖掉手头的股票，转而寻找其他市值被低估的公司的股票。

以下几条建议能有效地帮你避免“永久性资本损失”：

- 永远不要因为市场的短期震荡和股价的暂时波动而动摇你的信心。当股价下跌，不要急于抛售股票，认真地研究公司的基本面信息才能帮你做出理智的决定。

- 购买任何股票之前，先评估风险和潜在的损失，再关注赢利的可能性。

- 对于价格下跌的股票，不要立刻抛售，给它足够的时间（我建议至少等待2年），再作决定。当然，这是在假设公司基本面信息没有问题的前提下。如果股价下跌是由于基本面信息的突然恶化引起的，那么这条原则并不适用。

- 当公司遇到了某种挑战或者困难，在管理层做出相应的决策和调整之前，股价往往都会先行下跌。如果你对这家公司的管理层有信心，这可能是一个增持该股票的好机会，此时买进能够降低你手头股票的平均买入价。当公司最终扭转颓势，公司的股价一定会重新上涨，这时候你的平均买入价越低，赚得也就越多。

第二部分
股票研究清单

在明确了第一部分的几大原则以后，投资者们就要正式面对一个具体的挑战：如何深入地研究一家公司的经营状况和财务状况，了解这家公司的方方面面呢？然后，如何根据研究结果做出这只股票的购买决策——是购买、持观望态度，还是果断将其否决掉？

仅美国的股市里就有超过5 000只各类股票。如果你还想考虑投资国际股市，那么股票的数目之大简直令人生畏。显然，任何投资者都不可能把所有的股票深入研究一番，就算是专业的投资者，也绝不可能有这么多的时间和精力。首先，投资者应该划定一个能力范围，比如，对哪些行业，我有一定了解？对哪些行业的公司，我有一定的分析能力？划定了这个能力范围以后，你就可以开始在那几个给定的行业里挑选有潜力的股票。划定能力范围是非常重要、非常关键的一个步骤，具体的原因我会在后面的章节里详细解释。对于你的能力范围之外的公司，就算再有吸引力，也完全不要考虑，因为你根本没有分析研究这些公司所需要的知识和能力，你做出的决定必然是非理性的。作为一个个体投资者，你当然不可能熟悉每一个行业，不可能有能力分析美国甚至全世界的每一只股票。但是，随着你的投资经验的增长，你可以试着去不断学习、了解新的行业，逐渐地扩大你的投资能力范围。

在对一个公司产生兴趣以后，投资者需要花费相当多的时间和相当大的精力，来对这个公司进行深入、透彻的研究，才能最终判定这个公司是否值得投资。研究一家公司需要从很多方面着手，你不仅要了解一些数字性指标，还需要注意很多非数字性指标，这些指标都是公司经营状况和发展潜力的风向标。在接下来的第五章里，我会列出一个详细的股票研究清单，告诉你需要关注的指标具体有哪些。我个人的建议是，哪怕这张清单上还有一个因素没有搞清楚，就不要急于购买那家公司的股票，毕竟全面的研究是理智决策的先决条件。

在列这张股票研究清单的时候，我主要遵照了沃伦·巴菲特和彼得·林奇的教导。同时，我还参考了很多其他金融投资类书籍，并适当融入了我自己的投资经历中收获的经验和教训。

对于这张股票研究清单上的每一个项目，我都举出了实例对其进行具体的阐述，希望我的这种写法可以帮助投资者更好地理解这些概念和技巧。在这一部分内容中，我主要使用了可口可乐公司和固特异轮胎公司作为例子。在对有些因素的解释中，我还引用了基金如何筛选股票的过程作为例子，来具体解释这些因素的重要性和研究方法。

本部分要点：

- 仔细阅读、研究公司的年报和季度报表，不仅要看最近一年的，还要参考之前很多年的。对照股票研究清单，搞清楚其中的每一个条目。在研究清楚股票研究清单上的所有条目之前，不要购买任何股票。并不是所有值得投资的股票都能满足股票研究清单上的每一条标准的，满足其中大部分标准的股票就是可以考虑的。

- 在对照该清单完成研究以后，按照保守的估计，算出这只股票的“内在价值”。如果股价在“内在价值”之上，则绝对不

要考虑购买该股票。

第五章
公司的业务类型：简单还是复杂？

当你购买了一家公司的股票，你就是那家公司的所有者之一了。作为公司的所有者，你当然有必要从各个方面详细透彻地了解这家公司的信息。

问题1：

你能够详细透彻地全面了解这家公司吗？这家公司是否是一家“简单的公司”？

这家公司生产什么产品？公司营业收入的来源是哪些？公司采用什么样的市场营销策略？公司所在的行业的竞争情况如何？公司未来的发展前景怎么样？你了解这家公司的生命周期吗？如果你能回答上述所有问题，那么，你可以放心地认为，自己已经比较了解这家公司了。

简单公司

如果公司的业务类型较为单纯，比如生产销售单一类型的产品，或是提供某个特定类型的服务，这家公司就是一家“简单公司”。一般来说，简单公司的长期业绩表现会好于复杂公司。例如，可口可乐公司就是一家典型的简单公司，100多年来，可口可乐公司的核心业务一直是饮料的生产和销售，这项业务看似没有多大的技术含量，却给

股东们带来了丰厚的回报。这样的公司是比较容易分析和理解的。另外一些公司则和可口可乐公司截然不同，比如所谓的“高技术”产业中的公司。高技术产业中的公司的生命周期通常很短，只有18~36个月。因为这些公司的产品只有很短的生命周期，如果在旧产品需求耗尽的时候，新产品的研发创新还未完成，公司就无法持续产生营业额和利润。但即使是这样，如果你对这个“高技术”产业很熟悉，你也同样可以非常全面透彻地了解该产业内的公司，对你来说，这样的公司尽管业务比较复杂和抽象，却仍然可以算是一家“简单公司”。对某一个特定的投资者来说，一家公司是否是“简单公司”，很大程度上取决于投资者的能力范围。总体来说，在同一产品类型中不断创新、不断研发出新产品的公司，其业绩会好于经常改变产品类型的公司。因为前者有着优秀的管理层和研发队伍，总能站在该产业的最前沿，为消费者带来具有创新性的产品，这样的公司是非常有竞争力的。相反的，如果一家公司的发展总是比别人慢，常常只能模仿、跟随别人的新产品，那么这家公司的市场份额是很容易被竞争对手抢走的。

问题2：

这家公司的市场份额是否易于被竞争对手抢走？这家公司有什么保护自身市场份额的秘密武器吗？

有两类公司特别值得注意，一种是难以复制的公司，另一种是“无差别商品行业”的公司。

难以复制的公司

很多公司之所以难以复制，是因为它们已经建立起了自身的知名品牌。好的品牌形象和信誉能为公司赢得稳定、忠实的客户群体。

品牌效应。拥有著名品牌的成功公司有很多。我们耳熟能详的知名品牌包括软饮料界的霸主可口可乐公司、生产剃须刀的吉列公司、生产巧克力的好时公司，以及生产番茄酱的亨氏公司等。当然，著名的品牌远不止这些，让我们来看一些例子。

即使是在高速发展、瞬息万变的高技术产业里，同样有知名品牌的效应：搜索引擎有谷歌，操作系统有微软，数据库则非甲骨文公司莫属。这些公司的市场份额可以说是固若金汤，竞争者根本难以撬动。当然，和这些公司竞争也并非完全没有可能，但是竞争者可能需要长期奋斗，并且投入数十亿美元的巨额资金，才能撼动这些著名品牌已经建立起来的品牌王国。

以可口可乐公司为例。可口可乐这个品牌已经有超过100年的历史。在这100多年中，可口可乐的品牌形象通过各种营销宣传手段不断地深入人心。每一天，在世界的每一个角落，可口可乐公司的产品都卖得越来越好。在很多消费者的心中，可口可乐就是软饮料的最佳选择。沃伦·巴菲特曾经说过："如果你给我1 000亿美元，让我把可口可乐从软饮料界霸主的宝座上拉下来，我会立刻把这1 000亿美元拱手奉还，因为我知道这件事是不可能做到的。"

这就是品牌的力量和价值。在软饮料行业，百事公司是紧随可口可乐公司之后的第二大公司。为了和可口可乐公司竞争，百事公司奋斗了很多年，投入了数十亿美元的资金，仍然未能撼动可口可乐的霸主地位。只要有一个成功的品牌，公司就可以轻松地提高售价，却不会损失客户的数量。因此，成功的品牌能够帮公司赚取高额的利润，而高额利润就意味着股价的上升，意味着股东们能获得丰厚的长期回报。所以，拥有著名品牌的公司总是在行业竞争中占有很大的优势，拥有成功品牌的公司股票是很值得考虑的投资机会。

对于这一点，巴菲特深有体会。正因为如此，巴菲特在20世纪80年代末斥资12.9亿美元购入可口可乐公司的股票，而且至今仍持有这些股票。到2009年，这笔投资的市值已经从12.9亿美元涨到了114亿美元。可口可乐公司的股票是巴菲特的永久性投资之一。

让我们再来看一个信息技术产业的例子。微软公司发明了著名的磁盘操作系统（DOS），之后又成功地发布了现在通行的视窗电脑操作系统（Windows），由此，微软在操作系统界形成了长期垄断。直到今日，仍然没有任何一家竞争企业能够撼动微软的垄断地位，Unix和Linux等其他操作系统公司也曾尝试过与微软竞争，但都未能成功。不管竞争对手发明什么样的软件，微软总是能成功地发布类似的软件，从而抢走对手的市场份额。Sybase公司、Novell公司、网景（Netscape）公司都是微软的手下败将。同样的，谷歌公司是搜索引擎和网络广告界的霸主，它在这些领域建立起了牢不可破的品牌形象，牢牢地抓住了消费者的心，就连微软也无法在这些领域撼动谷歌的地位。

巴菲特非常了解品牌效应的威力。正是基于对品牌效应的理解，巴菲特于1971年收购了时思糖果公司。当时，卖方开价4 000万美元，因为该公司账面上有1 000万美元的现金，所以实际开价相当于3 000万美元。经过谈判，巴菲特最终以2 500万美元买下了时思糖果公司。时思糖果当时已经是美国西海岸著名的糖果品牌。1972~1999年，时思糖果共实现税前利润8.57亿美元。仅1999年一年，时思糖果公司就在不需要所有人增资的情况下赢利7 300万美元。看看巴菲特这2 500万美元的投资产生了多么惊人的回报率！今天，伯克希尔·哈撒韦公司仍然是时思糖果的最大控股公司，每年，时思糖果给它的母公司创造出源源不断的现金流，而这些钱又经过巴菲特的安排被用于再投资。时思糖果的贡献不仅在于其本身的成长，更在于它所产生的现金流，这些现金给巴菲特带来了很多再投资的资本。如果算上这些再投资的回报，巴菲特买入时思糖果的投资回报简直是不可估量的，实际上，

在很长一段时间中，巴菲特正是以时思糖果为地基，慢慢地建立起他的庞大的金融帝国。

专利。和品牌效应一样，专利也是一家公司非常重要的武器和优势。专利能够保护这家公司的业务领域和市场份额不受竞争者的攻击。一般来说，制药公司拥有很多项药品专利，在专利到期之前，制药公司能够垄断该药品市场，赚取高额利润。成功的高科技公司往往也对某项技术或产品拥有专利权，通过将专利授权给其他公司，这些高科技公司不仅可以收取高额的回报，还能建立稳定的客户群。

隐蔽资产密集型公司。拥有大量隐蔽资产的公司，例如铁路公司，也是很难被竞争对手复制的。铁路公司不仅拥有铁路系统，还拥有铁路所到之处的土地，这些隐蔽资产在现代社会是无法复制的，因此，就算竞争对手想要撼动这些公司的地位，往往也无从下手。当分析这些隐蔽资产密集型公司时，投资者应该意识到，这些资产很可能根本不在公司的资产负债表上出现，即使出现，也很难估计出它们的实际价值。但这些隐蔽资产却具有潜在的价值。如果你发现某家公司拥有一些隐蔽资产，市场却没有完全意识到这些资产的存在，也没有把这些资产的价值体现在股价中，那么这是一个很好的买入机会。买入这些公司的股票能带给你丰厚的回报，因为这些被市场所忽视的隐蔽资产，会给公司带来赢利和发展的机会。

巴菲特一度不喜欢投资资本密集型的公司，但他却在近期斥资260亿美元收购了美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司（股票代码：BNI）。这项投资的吸引人之处，就是这家铁路公司的大量隐蔽资产以及进入铁路行业的高壁垒。在我了解铁路运输行业以后，我惊讶地发现一加仑的燃油竟然可以支持35英里的铁路运输，当你把这个数据和公路卡车运输作比较，你就会发现铁路运输的效率简直高得惊人。

通常来说，发达国家的制造业企业总是面临着发展中国家低成本制造业所带来的极大竞争压力，很多制造业企业因此倒闭。而铁路公司则截然不同，因为拥有铁路和沿线土地，没有任何外国的竞争者可以和铁路公司竞争。只要国家的经济状况良好，铁路行业的利润总是十分喜人的。

“无差别商品行业”的公司

所谓“无差别商品行业”，是指行业内的所有竞争者都生产同样的、无差别的商品或服务。“无差别商品行业”包括航空公司、电脑公司、保险公司和金属冶炼制造商等。只要行业内的任何一家公司能发明更有效率的生产方式，这家公司就能降低产品的成本，从而降低售价。因为产品本身是无差别的，只要一家公司能够降低售价，这家公司就可以轻松地从竞争对手手中抢到市场份额。当然，竞争对手也会学习这家公司先进的生产方式，努力提高效率、降低成本。这样的价格竞争过程在这些行业里不断地重复。从经济学角度分析，这样的市场结构对消费者极为有利，对厂商则极为不利，因为厂商面临着激烈的竞争，必须时刻尽最大努力压低售价，否则只能关门大吉。因此，一般来说，“无差别商品行业”的公司并不是很好的投资机会。

戴尔电脑公司（DELL）就是一个很好的例子。电脑制造行业是一个典型的“无差别商品行业”，在这样的行业中，戴尔公司为了降低成本作了各种各样的尝试。首先，戴尔公司采取了新的供应模式，收到顾客订单以后才开始生产、装配电脑，从而减少库存，提高供应链的效率，以很低的售价向消费者供应电脑，戴尔把这种模式称为“量身定做”模式。除此之外，戴尔还摒弃了传统的销售供应模式，不经中间商之手，将电脑直接卖给公司客户和个人客户，这又大大地降低了成本。低成本意味着低售价，因为成功地压低了售价，戴尔公司很快成为赢利数十亿美元的电脑生产巨头。1988年8月~2003年8月，戴尔

公司的股票收益率高达40 425%，股价从每股8美分，疯涨到了每股32.34美元（考虑股票分割的情况调整后的价格）。但是，其他电脑厂商也慢慢地学会了戴尔的这一套生产销售系统，从而降低了电脑的零售价。于是，戴尔公司的低价优势消失了，2003~2011年中，戴尔公司的业绩陷入低谷。2003年9月~2011年1月，戴尔公司的股票从每股32.34美元跌至每股14.05美元，股东蒙受了56.6%的巨大损失。

当然，这并不是说无差别商品行业的公司绝对不能投资。如果你想投资无差别商品行业的公司，你就应该试图寻找具有以下特质的公司。

- 低生产成本：这是无差别商品行业里最大的竞争优势。只要这家公司能以比竞争对手更低的成本制造产品，它就能以低价吸引很多消费者。在无差别商品行业里，价格永远是消费者最看重的要素。
- 公司规模：在无差别商品行业里，公司规模是一个非常重要的要素。大公司能够以更优惠的价格从原料供应商那里拿到原料，又可以压低零售分销商的中间利润。因此，大公司能够以更低的价格向消费者提供同样的产品，而小公司则在这方面处于劣势。

比如，世界最大的连锁零售企业沃尔玛公司（WMT）。正是得益于公司的巨大规模，沃尔玛公司才能够以极大的批量向供应商购买商品，从而向供应商要求更大的折扣。沃尔玛的商品进价是全球最低的，在这一点上没有任何商家能够超越它。低进价使沃尔玛能够以远低于竞争对手的零售价销售商品，这种低价优势使得其他竞争者根本无法撼动沃尔玛的市场份额。沃尔玛的竞争对手们只能售卖沃尔玛不出售的较高档次商品，争取高收入消费者，通过“产品差异化”的策

略来和沃尔玛公司竞争。多年以来，只要沃尔玛进驻一个新的区域，本地原来的副食店、家具店和超市就会迅速倒闭。

现在，沃尔玛已经开始进入中国、印度等发展中国家的市场。沃尔玛的分店已经开到了中国的很多城市，而打进印度市场的尝试也已经持续了很多年。如今，沃尔玛正在通过和一些印度公司合资来开展零售业务，当然，这家全球最大零售商最终的野心是在印度开设挂着沃尔玛招牌的真正分店。不出意外的，沃尔玛的股票也是巴菲特的永久投资之一。

问题3：

这家公司的本质是什么？这家公司的行业很无聊、很沉闷吗？

我的另一位投资导师彼得·林奇喜欢购入这一类型的股票。1977~1990年，彼得·林奇通过这样的投资策略为他的麦哲伦共同基金创造了稳定的高额回报。在彼得·林奇管理麦哲伦共同基金期间，基金在13年间的平均年回报率高达29.4%。

彼得·林奇偏爱不引人瞩目的行业，他常常寻找机会低价买入这些行业的公司股份。最典型的例子莫过于思维洛迪纳公司（EDYN），该公司的业务看似非常普通：它是一家塑料叉子和吸管的生产商。彼得·林奇认为，正是因为这样的行业非常不吸引人，没有人愿意进入这样的行业，所以这些行业里的既有企业面临着较小的竞争压力。在万人瞩目的高新技术产业里，一家公司确实可以通过发明新产品获取高额利润。但是，正因为这些行业如此“火爆”，不管是什么样的新产品，总有竞争对手能很快地跟风推出类似的产品。为了抢夺市场份额，后进入市场的跟风者必须想办法给消费者更低的价格，而发明这项产品的企业为了保护自己的市场份额，也会想办法低价挤走竞争对

手。于是，价格战打响了，最初的高额利润很快就在价格战中灰飞烟灭。这样的市场结构对消费者来说是很有利的，对企业来说却相当不利。

但是，当一家公司在一个看似普通不受关注的行业里运营，情况就不一样了。普通的行业不会吸引过多的竞争者加入。在这样的行业里，只要公司的管理层认真务实地经营，试图提高效率、降低成本，这家公司就能相对轻松地获得很大的市场份额。在这样的情况下，这些默默无闻的公司往往能长期稳定地发展，给股东带来可观的回报。

然而，大部分想自己创业的企业家都不喜欢这样的行业，他们都喜欢光鲜有趣的行业，比如高技术产业。这也是信息技术产业泡沫的根本成因：在那一段时间内，信息技术产业是如此热门、如此受关注，以至于每个人都想挤进这个时尚、光鲜、令人激动的行业里分一杯羹。大家被泡沫冲昏了头脑，忘记了过度竞争意味着艰难的生存环境。

当然，这并不表示大家都应该把所有的钱投进那些平凡的行业。但是，把一部分资金投入这些不引人注目的行业里，很可能会给你带来稳定的长期回报。巴菲特和他的好友比尔·盖茨都曾大量持有垃圾处理公司共同服务公司的股票。伯克希尔·哈撒韦公司曾持有1 100万股该公司的股票，后于2010年第三季度将其抛出（可能是为收购伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司筹集资金）。

问题4：

这家公司是否从事某种肮脏、令人不快的业务？

如果一家公司的业务是肮脏的、令人不快的，那么这个行业的新的竞争对手往往不会太多。竞争对手少意味着增加市场份额相对轻

松，也意味着营业额和利润可以长期稳定地增长。比如说，美国废物管理公司（WM）从一家小小的垃圾处理公司成长为今天市值达160亿美元的环保巨头。再比如说，从事葬礼业务的Service Corporation公司（SCI）也是一家长期稳定赢利的公司。股市中这类值得投资的公司还有很多。如果你长期投资这些公司，就能获得稳定的高回报，你的财富也将会大大增长。

问题5：

对于全美连锁的公司来说，公司在向全美扩张之前是否已经在多地取得成功？

这是一个彼得·林奇发明的测试，在彼得·林奇的投资生涯中，他多次利用这个测试发掘出优质的股票。当你想投资一家连锁公司的股票时，请先问一下自己这个问题：这家公司是否已经在多个城市获得成功，并且正准备向全美范围扩展？如果你能在一家公司成长的初期购入它的股票，而且这家公司日后成功扩展为全美连锁企业，那么你将获得极大的回报。这种全美连锁的企业在零售业中十分常见，比如全美连锁的餐馆、鞋店、家装店、食品超市、药房、理发店、家具店等。

这其中最著名的例子恐怕要属1948年开业的连锁快餐店麦当劳（MCD）了。图5－1是麦当劳在1970~2010年间的股价走势图。

1970年1月，麦当劳的股价约为每股0.20美元（考虑股票分割的情况调整后的价格）。到了2010年12月，麦当劳的股票已经涨到了每股77.19美元。在这40年间，麦当劳股票的回报率是38 595%，也就是说，如果你在1970年的时候花1万美元买麦当劳的股票，然后一直持有，那么到了2010年年末，这1万美元就会变成380万美元。如果你当初发现了麦当劳这家优秀的连锁企业并一直持有它的股票，你在40年

的时间内，可以获得的年平均回报率达16.05%，而且不用向美国国家税务局缴纳任何资本利得税。

另一个成功连锁企业的例子是美国的家具建材零售商家得宝公司（HD），家得宝公司的股价变化见图5－2。

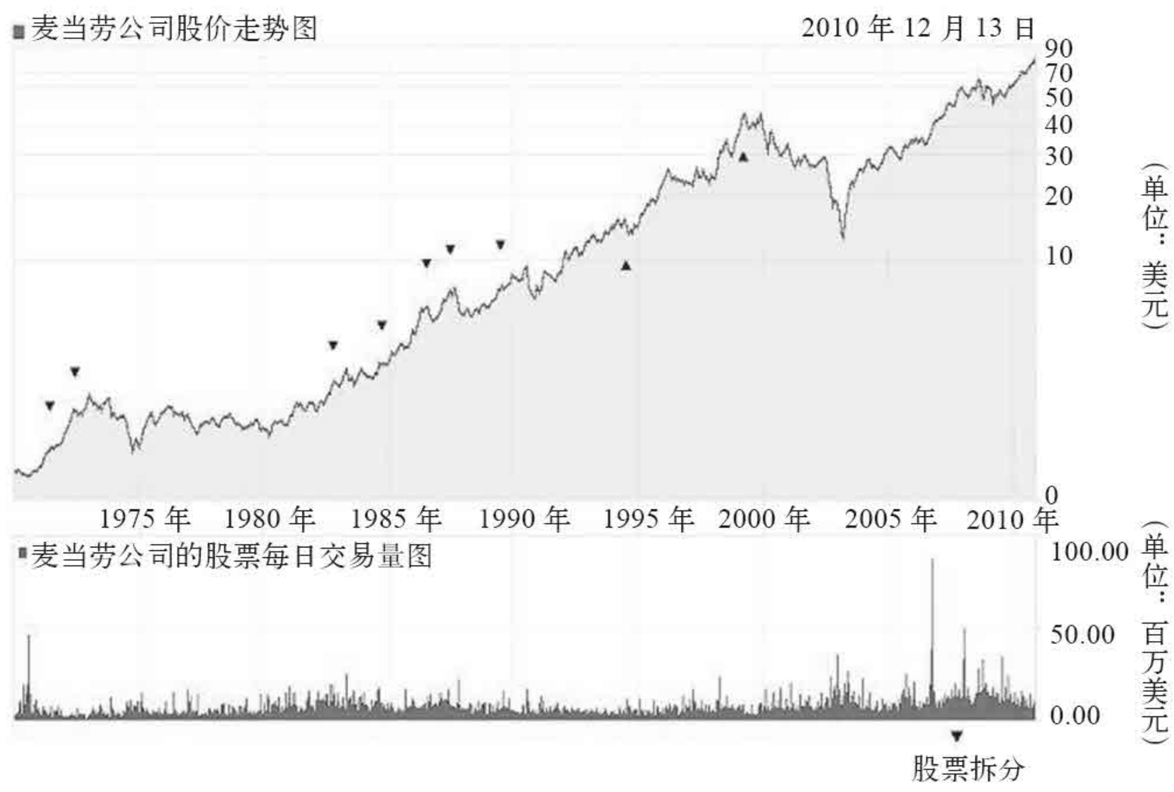


图5–1 麦当劳公司的股价走势和日成交量图

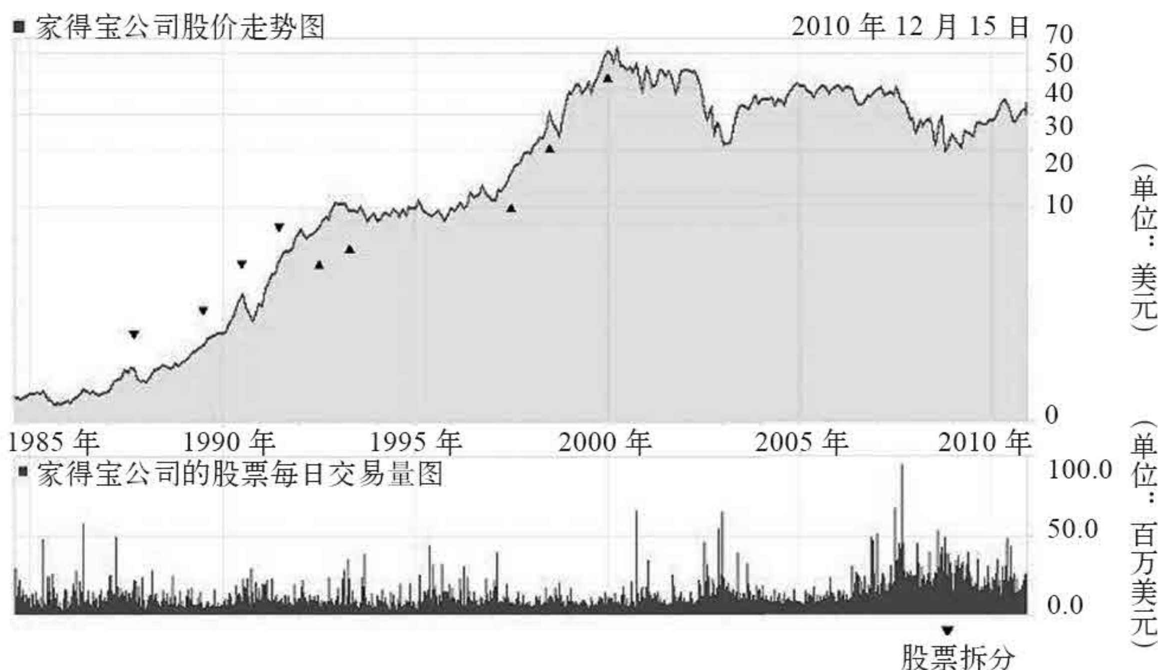


图5–2 家得宝公司的股价走势和日成交量图

1984年8月，家得宝的股票价格为每股0.25美元（考虑股票分割的情况调整后的价格），到了2010年12月，家得宝股票的交易价格已经上涨到了每股34.79美元。家得宝的股票在26年的时间内共计上涨13 916%。如果你当时投资1万美元购入家得宝公司股票并长期持有，到了2010年12月，你的这笔投资就会变成一笔139万美元的巨款。通过长期持有家得宝公司的股票，你可以在26年里取得22.83%的年平均回报率，而且不用向美国国家税务局缴纳任何资本利得税。

像麦当劳和家得宝这样的连锁零售巨头，都是从零开始慢慢发展起来的。开始的时候，这类连锁企业只有一家店铺，在这家店铺的经营获得成功以后，公司又在别的地方甚至别的城市开设新的分店。当多家分店的经营获得成功后，公司又开始在其他州开设分店，最后终于发展为全美连锁的零售巨头。有的连锁企业甚至还慢慢地打开了国际市场，把分店开到了世界各地。你需要做的就是寻找这样的企业，等它们在多地的分店都取得成功，但尚未扩展成全美连锁企业的时候下手买入。买入股票以后，你应该在接下来的几年中持续关注这些企

业的发展。如果企业正在逐步扩张，那么这是一个好消息，你很可能已经选中了一家很有潜力的优质公司，你将看着它在一个又一个州开设分店，最后分店遍布全美，甚至走向世界。如果你能成功地找到几只这类股票，并且长期持有，我想你应该就可以心满意足地提前迎接富裕的退休生活了。

虽然你已经错过了买入麦当劳和家得宝股票的好时机，但这并不表示你不可能发现类似的机会。每一年，都有各种各样的连锁公司在美国各地开张，这些都是潜在的机会，而你需要找到其中的优质潜力股。对于这种连锁企业，投资者们不应该操之过急，等公司已经开了几家分店并获得了一定成功的时候进行投资，会比在公司刚开业的时候就进行投资要稳妥得多。当公司开始向多个城市扩张，股价也会随之上涨，但是，只要你看好公司的潜力，就不要在此时急于抛出。这样的股票值得持有几十年，它会一涨再涨，给你带来最大的回报。

问题6：

这家公司是否已在特定的部分市场里占据了垄断地位？

很多时候，市场的某一个特定的小部分会被很多公司所忽视，而有的公司恰恰能够专注于市场的这一个小部分，用自己的产品或服务几乎完全占据这一小部分市场的全部份额。这样的公司有很大的发展潜力。如果一直以这样的势头发展，这家公司很可能会慢慢地占领整个市场，成为垄断性的大企业。如果你能在这种企业的成长初期发现它们，并果断地投资这些公司的股票，你就能赚到大钱。

沃尔玛公司就是这方面的一个经典例子。当沃尔玛的创始人山姆·沃尔顿先生刚创业的时候，他选择把店都开设在小镇上。小镇这块不起眼的领地，恰恰是被当时的西尔斯等大型零售商忽视的潜在市

场。当时，山姆•沃尔顿先生的太太很不喜欢大城市，她拒绝搬去任何人口超过4.5万人的城市居住。正因为这个独特的个人因素，沃尔顿先生只在小镇上开设早期的沃尔玛商店。这个决策给沃尔顿先生带来了早期的成功。然后，沃尔顿开始把沃尔玛分店开设到邻近的小镇上，就这样，沃尔玛慢慢地占据了一个又一个的小城镇。还没等竞争对手注意到，沃尔玛已经悄然占据了全美国的小城镇零售业市场。如果你在早期投资沃尔玛公司的股票，并长期持有，这笔投资完全能够让你发大财。

当你寻找投资机会的时候，不妨问问自己：市场中还有哪些机会没有被大部分的公司注意到？如果你发现了这样的机会，并且有能力买入致力于这些领域的公司的股票，相信你一定能获得可观的长期回报。

问题7：

这家公司是热门产业的热门公司吗？

请慎重购买热门产业的热门股票，原因如下：

• 因为这个产业很热门，所以很多潜在的竞争对手会想方设法地挤进这个产业，抢走现有企业的市场份额。越是热门的公司，潜在的竞争对手就越多。

• 共同基金和对冲基金总是热衷于投资热门产业的热门公司的股票，这些基金会不断地大量买入和卖出这些股票，从而导致股价的大幅波动（股价的大幅波动意味着更高的风险）。

• 因为大家都喜欢买热门产业的热门公司的股票，所以这些股票的价格几乎都是虚高的。前面说过，在股价高于公司内在价值的时候，我们绝不应该买入任何一只股票。

·很多热门的行业都只是昙花一现。市场的风向总在不断改变，当这阵风潮过去，新的热点出现，盲目跟风的投资者往往会抛掉旧的热门股票，转投新的热门股票。这种行为会导致之前热门股票的价格大幅下跌。

1990~2000年之间，任何与互联网或是信息技术有关的股票都是热门股票。任何一家信息产业公司上市，公司的所有者都能立刻加入百万富翁的行列。比如说，让我们来看看雅虎公司的股价走势图（如图5－3所示）。

雅虎公司于1996年4月刚刚上市时的股价是每股1.24美元（考虑股票分割的情况调整后的价格）。在上市3年8个月后，公司的股价飞涨到了每股108.17美元。也就是说，不到4年的时间内，股价上涨幅度高达8 723%，这当然是一个非常高的回报率。1999年12月是这次信息技术泡沫的最高峰，然而到了2000年，泡沫破灭了，雅虎的股价也随之急剧下跌。2001年9月，雅虎的股价已经跌到了每股4.41美元。

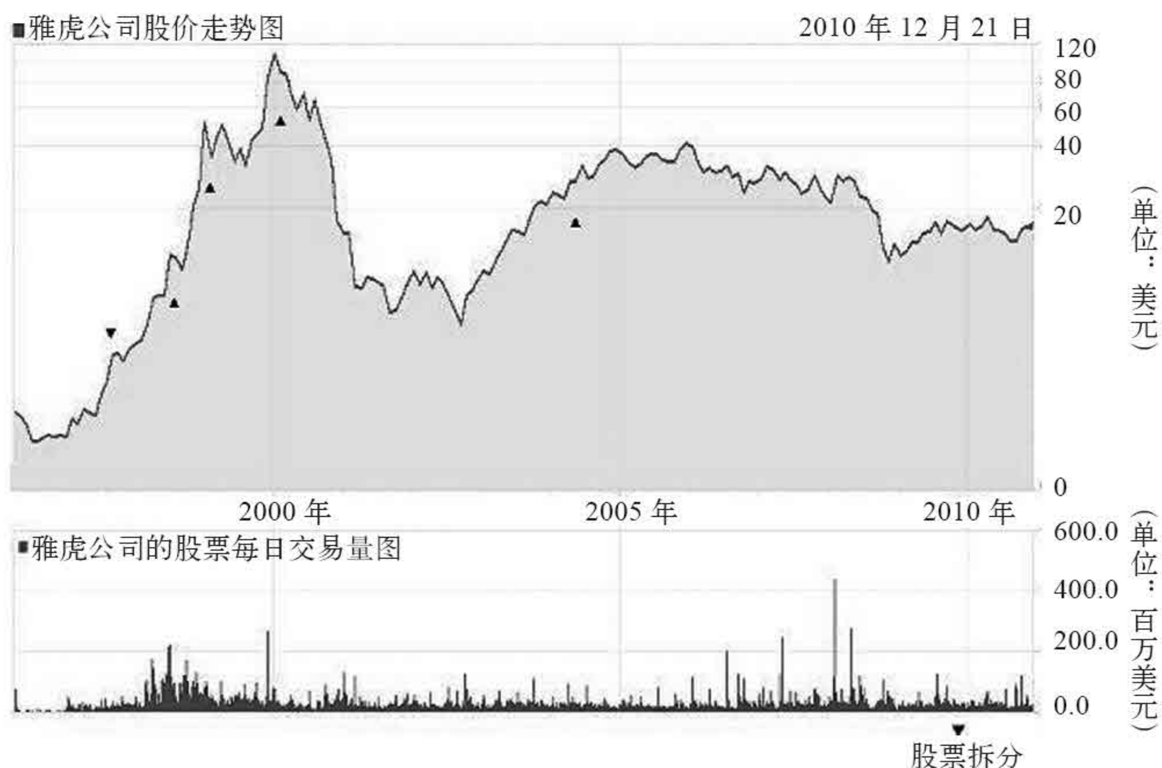


图5–3 雅虎公司的股价走势和日成交量图

对于在首次公开募股时买入、在信息技术泡沫最高峰时抛出雅虎股票的幸运投资者来说，他们的投资回报率当然是相当不错的。但是，想想那些盲目跟风、不经调查研究就贸然买入雅虎股票的投资者们，信息技术产业的热潮冲昏了他们的头脑，使得其中有些人在1999年12月以每股108.17美元的高价买入了他们完全不熟悉的雅虎公司的股票。然后，这些投资者很可能在2001年9月又不得不抛出手中的雅虎股票止损。盲目追逐热门产业的热门公司的股票，使这些投资者损失了95%的资本！

第六章
公司过去10年的赢利状况：增长还是亏损？

购买任何股票之前，请务必研究该公司过去10年的赢利情况。如果公司上市的历史不足10年，那么就从公司上市之日开始，研究它在过去每年的赢利情况。

问题1：

这家公司过去10年的利润增长率是多少？利润增长的速度稳定吗？

每股收益（EPS）＝ 期末净利润÷期末股份总数

注意：期末股份总数应该使用“稀释后的股份总数”，即普通股的加权平均数与假定稀释性潜在普通股转换为已发行普通股而增加的普通股股数的加权平均数之和。

然后，我们可以计算出公司每股收益（EPS）的年平均增长率I：

$$I = (FV/PV)^{1/N-1} \times 100$$

其中，I ＝ 公司每股收益的年平均增长率

FV ＝ 公司每股收益的终值

PV ＝ 公司每股收益的现值

N = 年数

让我们来举一个具体的例子，如果X公司在2006~2009年的每股收益如下：

2006年：0.17美元

2007年：0.25美元

2008年：0.53美元

2009年：0.25美元

那么，公司的每股收益的年平均增长率为：

$$I = [(0.25 \div 0.17)^{1/4} - 1] \times 100 = 10.12\%$$

在这个例子中，X公司的利润在2006~2008年间走势良好。但在2009年，X公司的每股收益不升反降。作为一个投资者，在投资X公司的股票之前，你应该努力找出2009年该公司利润下降的原因。2009年的利润下降是因为公司遇到了暂时的困难吗？2009年之后，公司的利润是否还会继续下降？这些问题的答案都在公司的年报和季报里。你应该仔细阅读这些财务报表，公司的管理层很可能会在其中解释公司营业额或利润下滑的原因。或者，你可以收听公司的电话新闻发布会，获得相关的信息。稳健的每股收益增长率是优秀公司的标志，选择这样的公司，你就能比较有把握地估计出公司未来的收益，这大大地方便了对公司“内在价值”的估算。

巴菲特在投资前总会研究公司过去的收益情况，选择那些收益稳健增长的公司。巴菲特决定永久地持有的可口可乐公司的股票（KO）

就完全满足这一条件，该公司近年来的每股收益如下：

（单位：美元）

2000年：0.88

2001年：1.60

2002年：1.60

2003年：1.77

2004年：2.00

2005年：2.04

2006年：2.16

2007年：2.57

2008年：2.49

2009年：2.93

看一下可口可乐公司在2000~2009年每股收益增长率是多么稳健，几乎是一条稳定增加的平滑曲线。巴菲特认为，可口可乐公司未来的收益增长率将保持稳定，甚至进一步提高。可口可乐公司在2000~2009年每股收益的年平均增长率为：

I = 12.78%

巴菲特喜欢确定性，不喜欢冒风险，这是他个人性格的重要部分。关于巴菲特，有这么一件轶事：

Gruntal & Co证券经纪公司的马歇尔·温伯格曾谈到过他和巴菲特在曼哈顿共进午餐的故事：“巴菲特和我在一家餐馆一起

吃午饭，他点了一个非常不错的火腿芝士三明治。几天以后，我又和巴菲特相约一起共进午餐。巴菲特对我说：‘还去上次的那家餐馆吧。’我说：‘可是，我们不是前几天才去过那家吗？为什么不换一家？’巴菲特回答说：‘对啊，正是因为我们前几天去过那家，我能够完全预料到他们的食物会是什么口味。既然可以再去那家，我们又何必要冒风险换别家呢？’马歇尔·温伯格说：‘巴菲特就是这样的人，他选股票的标准也是如此。巴菲特喜欢表现稳健、风险小的公司。’”

我们可以再来看看固特异轮胎公司（GT）的每股收益的增长情况，并与可口可乐公司（KO）的情况比较一下。固特异轮胎公司2000~2009年间的每股收益情况如下：

（单位：美元）

2000年： 0.26

2001年：－1.27

2002年：－6.62

2003年：－4.52

2004年： 0.63

2005年： 1.21

2006年：－1.86

2007年： 0.66

2008年：－0.32

2009年：－1.55

在2000~2009年间，固特异公司的收益时好时坏，波动极大，总体的每股收益增长率更是一个负数。

从赢利的角度来说，固特异轮胎公司和可口可乐公司哪一个是更好的投资机会？当然是可口可乐公司。在接下来的章节中，我会继续运用这两个公司作为例子，给大家一个前后统一的整体认识。

问题2：

这家公司是如何使用它的留存收益的？公司的留存收益是否反映在股价之中了？

当公司的管理层决定把公司的赢利保留下来，再次投资到公司的生产发展中（而不是以现金或其他形式派发给股东），这些额外的资本投资应该能让公司在未来产生更高的投资回报率。如果公司的管理层能够合理有效地利用留存收益，那么公司未来的收益将会因此增加，股票的每股收益也会增加。

短期来看，公司的股价并不能总是反映公司的真正价值。但如果持有股票的时间足够长（10年或10年以上），公司的真正价值最终总是会反映到股价上。

为了解释这一点，我们需要再来看一次可口可乐公司（KO）和固特异轮胎公司（GT）的数据。让我们把这两家公司在2000~2009年间的每股收益和它们在这期间的股价作一个对比。

可口可乐公司（KO）的数据如下：

（单位：美元）

2000年：0.88

2001年：1.60

2002年：1.60

2003年：1.77

2004年：2.00

2005年：2.04

2006年：2.16

2007年：2.57

2008年：2.49

2009年：2.93

2000~2009年间，可口可乐公司的留存收益是每股20.04美元。

可口可乐公司在2000年1月和2010年12月的股价分别是每股44.48美元和每股65.54美元，所以10年间每股股价的变化是：

64.54美元 – 44.48美元 = 20.06美元

所以，股价变化和留存收益的比值是：

股价变化/留存收益 = 20.06美元 ÷ 20.04美元 = 1.000 9

显然，对每股股票来说，每1美元的再投资应该让股价上涨超过1美元，才算是物有所值。也就是说，股价变化和留存收益的比值应该大于1。可口可乐公司勉强通过了这项测试。

而固特异轮胎公司（GT）的情况又如何呢？

（单位：美元）

2000年： 0.26

2001年：－1.27

2002年：－6.62

2003年：－4.52

2004年： 0.63

2005年： 1.21

2006年：－1.86

2007年： 0.66

2008年：－0.32

2009年：－1.55

固特异公司在2000~2009年的留存收益是每股（－13.38）美元。既然固特异公司的留存收益是负数，那么也就无从进行上述计算了。

问题3：

这家公司2000~2009年的股东收益是多少？股东收益是否持续稳健地增长？

巴菲特喜欢使用“股东收益”这个指标。股东收益指扣除公司的资本性支出以后，股东能够得到的净收益。股东收益的计算公式如下：

股东收益=期末净利润 + 折旧和摊销 － 公司资本性支出

首先，我们从财务报表上查出公司的净利润，然后我们把折旧和摊销这类非现金性支出加上去，再减掉公司的资本性支出，这样就得到了股东的收益。如果股东的收益常年稳定增长，那么我们可以比较放心地假设这个趋势在未来也不会发生改变。由此，我们也可以估算出未来的每股股东收益，当然，这只是我们的估计，估计出的数字不可能是百分之百准确的。

现在，我们继续剖析可口可乐公司和固特异轮胎公司的例子，看看这两家公司的股东收益情况。

2000~2009年间，可口可乐公司的股东收益增加了。

2000年： 2 177 + 773 – 733 = 2 217 （单位：百万美元）

2009年： 6 824 + 1 236 – 1 993 = 6 067 （单位：百万美元）

可口可乐公司在2000~2009年间股东收益的年平均增长率是10.59%。

2010年12月，可口可乐公司的总市值是1 497.7亿美元。对于这样的大型公司来说，股东收益每年增长10.59%是非常高的收益率。而对于中小型公司来说，这样的股东收益增长率可能还不够理想，至少应该有15%或以上的年平均增长率。

下面，我们来计算一下固特异轮胎公司在2000~2009年间的股东收益增长了多少。

2000年：40.3 + 630 – 614 = 56.3 （单位：百万美元）

2009年：－375 + 636 – 746 = －485 （单位：百万美元）

由于固特异轮胎公司在2009年的收益是一个负数，所以我们没有办法计算这10年来的收益增长率。遗憾的是，2008年的收益也是负数，所以，我们只能使用2007年的收益数据，来计算2000~2007年这8年间的股东收益增长率。

2000年：40.3 + 630 – 614 = 56.3 （单位：百万美元）

2007年：139 + 614 – 739 = 14 （单位：百万美元）

年平均增长率 I = －15.96%

2000~2007年间，固特异轮胎公司的股东收益平均每年下降15.96%，这并不是一个好现象。

问题4：

最近这家公司的赢利趋势如何？最近的收益增长率和公司的长期增长率相吻合吗？

出于分担风险的考虑，每个投资者的投资组合里通常都包括一些大盘股。因为一旦经济形势恶化、股市整体下跌，大盘股下跌的幅度通常小于小盘股和中盘股。

当我们研究这些成熟的大型公司的股票时，一个重要的标准是公司近期的赢利趋势是否与公司的长期增长率相吻合。对于小型的公司来说，收益的年增长率可能非常高。在这样的高增长率之下，小型公司成长为中型公司。然后，经过多年的奋斗，中型公司最终又成长为大型公司。到了这一步，公司已经趋向成熟和稳定，通常大型公司的增长率不可能有中小型公司那么高，但成熟的大型公司的收益仍然应该稳健地低速增长，而不是停滞不前。大型公司的增长可以来自于公司内部的扩张，比如进军其他国家、开发新的产品或打开新的市场。

大型公司的增长还可以来自于外部的扩张，比如收购或并购其他公司。

当你研究一家成熟的大型公司，你必须搞清楚公司在当年的赢利趋势是否和公司的长期增长率相一致。如果对这个问题的答案是肯定的，那么这是一个好消息，这家公司通过了这一测试。比如说，巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司就是一家成熟的大型公司，公司的数据如下。

表6–1 伯克希尔·哈撒韦公司股票每股账面价值的年增长率

年份	年增长率(%)
1965	23.8
1966	20.3
1967	11.0
1968	19.0
1969	16.2
1970	12.0
1971	16.4
1972	21.7
1973	4.7
1974	5.5
1975	21.9
1976	59.3
1977	31.9
1978	24.0
1979	35.7

年份	年增长率(%)
1980	19.3
1981	31.4
1982	40.0
1983	32.3
1984	13.6
1985	48.2
1986	26.1
1987	19.5
1988	20.1
1989	44.4
1990	7.4
1991	39.6
1992	20.3
1993	14.3
1994	13.9
1995	43.1
1996	31.8
1997	34.1
1998	48.3
1999	0.5
2000	6.5
2001	–6.2
2002	10.0

年份	年增长率(%)
2003	21.0
2004	10.5
2005	6.4
2006	18.4
2007	11.0
2008	–9.6
2009	19.8

1965~2009年间，伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值的年均增长率为20.3%。

1964~2009年的总增长率高达434 057%。

现在，让我们分别看一看每10年间伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值增长了多少。

1965~1975年，账面价值年平均增长率是15.68%。

1976~1985年，账面价值年平均增长率是33.57%。

1986~1995年，账面价值年平均增长率是24.87%。

1995~2005年，账面价值年平均增长率是16.29%。

2006~2009年，账面价值年平均增长率是9.9%。

1965~1975年是伯克希尔·哈撒韦公司的起步期，巴菲特刚刚收购了该公司，该公司开始投资其他公司。在起步期，伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值的年均增长率是15.68%。1976~1995年，公司进入了高

速增长期，这两个10年，公司的账面价值的平均增长率分别高达33.57%和24.87%。从1996年开始，伯克希尔·哈撒韦公司进入成熟期，公司市值已经相当巨大。所以，1996~2005年这10年间，公司的发展速度放缓到了16.29%。下一个10年的年均增长率，我们要到2015年才能看到。

近年来，伯克希尔·哈撒韦公司收购了伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司（BNI），并把大量的资本投入了高盛集团和通用电器。这些投资都很有潜力，伯克希尔·哈撒韦公司的其他一些投资项目也被普遍看好。虽然公司的很多子公司受到了2008年金融危机的影响，但是目前这些公司正在稳步地恢复。我相信，伯克希尔·哈撒韦公司可以继续保持其1996~2005年间的增长势头，但是，它不可能再重现1976~1995年间的高速发展（当公司进入成熟期，发展速率势必放缓，这是一条颠扑不破的商业规律）。目前，伯克希尔·哈撒韦公司的市值是1 968亿美元，没有任何一家超大型公司可以继续以25%的年均增长率持续增长，即使是股神巴菲特也无法改变这一点。

问题5：

最近这家公司的赢利增长是不是源于某件暂时性、一次性事件？

当你分析一家公司的股票时，你应该关注公司近期是否有一些一次性事件暂时提高了公司的短期收益。如果有这样的一次性事件，你需要把一次性事件所带来的暂时收益增加从收益中扣除，剩下的收益才是可持续性的收益。你应该用可持续性的收益来预测未来的收益，而不应计入当前的暂时性收益增长。这种一次性事件可以是资产的出售，可以是某个客户的一次性大订单，可以是一次性的大笔退税，也可以是法律胜诉获得的一次性赔偿。这些事件能使该公司这一年或者

近几年的收益暂时提高，但公司不可能一直靠着这些不可持续的来源获得收益。

为了具体解释这个问题，让我们来看一家医疗废物处理公司Sharps Compliance公司（SMED）的财务报表。这家公司成立于1992年，是一家市值约6 500万美元的小型公司。该公司的财务信息总结如下。

表6–2 Sharps Compliance公司的财务信息

年份	2008	2007	2006
营业额（千美元）	12 841	11 956	10 563
净收益（千美元）	82	785	382
稀释后的每股收益（美元）	0.01	0.06	0.03
总资产（千美元）	5 676	4 690	2 190
负债	–	–	–
所有人权益（千美元）	2 885	2 169	252

2009年2月，Sharps Compliance公司从美国政府获得了一笔价值4千万美元的合同，合同期为5年。在合同生效的第一年，Sharps Compliance公司收到了2 850万美元的合同款，剩下的款项将于未来4年内付清，用于项目的维护。基于这项合同，Sharps Compliance公司的营业额在2009年开始大幅上升。

表6–3 Sharps Compliance公司的财务信息

年份	2010	2009
营业额（千美元）	39 156	20 297
净收益（千美元）	9.356	4.197
稀释后的每股收益（美元）	0.63	0.30

总资产（千美元）	31 632	15 188
负债	–	–
所有人权益（千美元）	26 941	9 570

从上面的表格中可以看出，Sharps Compliance公司在2009年的营业额是2 029万美元，而2008年的营业额只有1 284万美元。2010年，营业额又一次较前一年大幅提升，从2 029万美元涨到了3 915万美元，年增长率高达92.95%。

2009年1月，该公司的股价约为每股2美元。该公司和美国政府签订4 000万美元的合同之后，股价开始一路上涨，并在2009年12月达到了每股11.16美元。也就是说，在这11个月的时间里，Sharps Compliance公司的股票价格上涨了458%。在这一政府合同到期以后，Sharps Compliance公司并没有获得新的合同订单，股价也随之急剧下降。在2011年第一季度，Sharps Compliance公司的营业额下降到了520万美元，注意该公司不但没有赢利，还亏损了42.1万美元。

下面是关于Sharps Compliance公司的一则新闻。Sharps Compliance公司新闻

2010年10月27日

休斯敦，2010年10月27日讯

Sharps Compliance公司（纳斯达克代号MED）今日公布了2011年第一季度的财务状况。Sharps Compliance公司是一家专门处理医院和医疗机构外部产生的医疗废物和废弃药物的综合服务提供商，该公司一直以经济、合理的价格闻名于该行业。Sharps Compliance公司公布的2011年第一季度（实际结束日期为2010年9月30日）营业额为520万美元，而去年同期（2010年第一季度）的

营业额高达1 540万美元。据悉，该公司在2010年第一季度的高额营业收入主要来自于一笔与某大型政府机构签订的合同，该合同收入就占了1 540万美元营业收入中的1 100万美元。

Sharps Compliance公司于2011年第一季度共计亏损42.1万美元，换算成稀释后的每股亏损为0.03美元。这还没有计入公司前CEO退休造成的一笔特别支出，这项特别支出共计57万美元，相当于稀释后每股额外亏损0.02美元。据悉，该笔57万美元的特别支出是由于前CEO的退休补偿中有大量的公司股票期权，该期权之前属于未分配期权，但随着前CEO的退休，这些期权的授予期限也将临近。如果计入这笔57万美元的特别开支，公司在2011年第一季度的亏损将达到79.7万美元，或稀释后每股亏损为0.05美元。而去年同期（2010年第一季度）该公司共赢利580万美元，相当于稀释后每股赢利为0.04美元。

2009年12月~2010年12月，Sharps Compliance公司的股价从每股11.16美元一路下滑到每股4.42美元。也就是说，如果一个投资者于2009年12月以每股11.16美元的股价购入了Sharps Compliance公司的股票，那么一年以后他的亏损比例为60.39%。我相信有不少投资者蒙受了这样巨大的损失，而其原因就在于，他们没有意识到这笔4千万美元的政府合同所带来的营业额和利润的增长是一次性、暂时性的，而不是可持续性的。在阅读研究公司的年报和季报的时候，一定要认真地查找出这类一次性的赢利机会，把这种事件造成的暂时性的利润增长剔除出去，否则你计算出的公司内在价值必然是虚高的。

问题6：

公司的营业现金流是多少？营业现金流有没有逐年稳健地增长？

营业现金流是指一家公司从其主营业务的生产经营中获得的现金流。现金流的计算过程较为复杂，需要考虑到公司的净收益、资产折旧、净收益调整、应收账款的变化、负债的变化、产品库存的变化，以及支付其他与经营活动有关的现金的变化。一家健康的公司应该能从经营活动中产生出正的现金流。但是，有些公司虽然净收益是正的，现金流却是负的，通常这样的现象说明这家公司在用一些激进的会计方法达到实现正的净收益的目标。对于这类公司，投资者应该格外警惕，不要轻易购入该公司股票。

比如说，我们可以计算一下可口可乐公司过去10年来的营业现金流量，结果如下：

（单位：百万美元）

2000年：2 950

2001年：4 782

2002年：4 782

2003年：5 197

2004年：5 740

2005年：5 804

2006年：6 018

2007年：6 993

2008年：6 873

2009年：8 060

可口可乐在2000~2009年间的营业现金流不仅一直是正的，而且逐年稳步增长。这就是我们要寻找的优秀企业，这样的企业能给投资者

们带来稳定的长期回报。

可口可乐公司在这10年间的现金流的年均增长速度是10.57%。

那么，固特异轮胎公司的情况又如何呢？

（单位：百万美元）

2000年： 671

2001年： 433

2002年：－503

2003年：－109

2004年：744

2005年：869

2006年：345

2007年：753

2008年：583

2009年：261

固特异轮胎公司的现金流未见稳定增加的趋势。在这10年中，公司有两年的营业现金流是负数。公司在2000年的现金流是6.71亿美元，而2009年的现金流只有2.61亿美元，10年间现金流不增反减。固特异轮胎公司没有通过这一个测试。

问题7：

公司在之前的经济危机中表现如何？

每个公司都要面对经济大环境的变化。当经济繁荣的时候，几乎所有的公司都欣欣向荣。而当经济危机来临时，不同公司的表现立分高下。那些在经济危机中表现出众的公司，往往才是真正的赢家。

让我们来考虑这样一个情形：当经济正处于繁荣的阶段，公司的营业额和利润都在大幅地上升。这家公司的资产负债表上有着大量的现金，而且现金的数目每个季度还在增加。这时候，这家公司的高层想要借此机会尽快地扩大公司的规模。公司管理层制定了一个十分激进的扩张计划，希望在短时间内把公司变成一家大型的企业（具体计划可以是通过业务的扩张，也可以是通过收购其他公司）。

为了执行这个激进的发展计划，公司决定向银行贷款，并把可能的借贷额度全部用光。同时，银行也同意公司的发展计划，认为公司在未来还能继续保持高速的赢利增长势头，于是，银行同意了公司的贷款要求，按最高贷款额度借给公司一大笔资金。不幸的是，由于身处经济繁荣期，每家公司的股价都是虚高的，这家公司很可能就以虚高的价格收购了其他公司。

在经济扩张的后期，股价冲到了最高峰。最终，股价产生大量虚高的泡沫，而泡沫终有一天会破灭。现在，认清现实的时候到了，我们又一次进入了经济衰退的时期。公司的营业额急速下滑，而公司又不能及时地控制成本。随着营业额的下滑，利润也一跌再跌。在经济繁荣期欠下的债务如今成了让人头疼的问题，还债变得越来越困难，最终，公司无法继续履行契约，不得不申请破产。

这样的事情在商界一遍又一遍地上演。1990年的高科技产业热潮给股市带来了巨大的泡沫。股市的这一轮泡沫最终于2000年破灭，之后，2003年美国经济正式进入萧条期。而从2003年开始，房产的泡沫又开始增长。银行以为房价会永无止境地增长，于是毫无原则地给商业用房和民用住宅的开发商提供贷款，并发行大量次级抵押贷款债

券。当然，美梦不可能永远地做下去，2008年金融危机终于让我们付出了沉重的代价。

如果一家公司的管理者有足够的能力和经验，他就能够对经济周期有更深入的了解。这样的管理者会更谨慎地处理公司的事务，而不是在经济繁荣的时候得意忘形、盲目冒险。这样的公司会在经济繁荣的时候照常经营，并把富余的现金储备起来。当经济进入衰退期，那些现金不足的公司会立刻陷入困境，而这些居安思危的公司则正好可以趁此机会用手中的现金低价买入其他公司（濒临破产的公司通常开价极低），或是趁竞争对手焦头烂额甚至破产的时候抢夺大量的市场份额。

这正是上一轮经济危机中发生的现实情况：资本充足的银行吞并了面临困境的银行，在经济危机中坐收渔利。当你研究一只股票的时候，一定要研究该公司在之前的经济危机中的表现。如果这家公司在经济危机中屹立不倒，甚至变得更强大，那么这是一家优秀的公司。投资这样的公司，长期回报必然是可观的。

下面让我们来看看在上一个经济周期中，可口可乐公司和固特异轮胎公司分别有着怎样的表现。2000年，随着高科技泡沫的破灭，美国经济进入了萧条期。2004年，经济迎来了新一轮的繁荣，而2008年，新的经济危机又一次席卷了美国。

在这一轮经济周期中，可口可乐公司的表现如下：

表6–4 可口可乐公司的净收益

年份	净收益（百万美元）
2000	2 177
2001	3 979
2002	3 976

2003	4 347
2004	4 847
2005	4 872
2006	5 080
2007	5 981
2008	5 807
2009	6 824

从表中可以看出，在经济危机期间，可口可乐公司的表现有多稳健。2000~2003年，可口可乐公司的净收益增加了99.6%。只有在2002年，可口可乐公司的净收益比2001年下降了约300万美元，也就是说，在整个经济危机期间，可口可乐公司的净收益几乎没有任何下跌。

2009年，可口可乐公司的净收益比2008年增长了17.5%；而2007~2008年，净收益仅仅下降了2.9%。在巨大的经济危机中，可口可乐公司所受影响极小，几乎可以说没有受到任何影响。可口可乐公司通过了经济危机这项测试，证明它绝对是一家值得投资的优秀公司。

现在，让我们再来看看固特异轮胎公司的表现：

表6–5 固特异公司的净收益

年份	净收益（百万美元）
2000	40.3
2001	–204
2002	–1 106
2003	–802
2004	115

2005	239
2006	–330
2007	139
2008	–77
2009	–375

在2000~2003年的经济危机期间，固特异轮胎公司亏损了21.1亿美元。而在2008年的经济危机中，固特异轮胎公司又损失了4.52亿美元。很显然，在这一项测试中，固特异公司的表现又不尽如人意。

作为一个投资者，你应该投资那些在过去的经济危机中表现得从容、稳健的公司。如果一家公司在经济危机中的利润没有下滑，或者只是小幅下滑了5%，那么公司在这方面的表现是令人满意的。而对于那些在经济危机中大幅亏损的企业，投资者则应该格外谨慎。如果你发现有这么一家公司，它在2000年的经济危机中利润缩水了20%，而在2008年的经济危机中却基本没有亏损，甚至利润还增加了，那么这是一家合格的公司。为什么这么说呢？因为这家公司的管理层似乎从2000年经济危机的惨痛教训中学到了必要的经验，也明白了应该怎样面对经济危机的挑战，在接下来的2008年经济危机中，公司的表现明显进步了。这种经验和学习的过程是十分可贵的，拥有这种经验的公司能够更成熟、稳健地处理以后的经济危机。相信在日后的经济危机中，这家公司很可能不会亏损，甚至还会提高赢利。相反，如果一家公司明明经历了经济危机的挫败，管理层却完全不接受教训，那么这样的公司是不值得信赖的，它一定会在一次又一次的经济浪潮中把股东的资本一点儿一点儿地赔光。

问题8：

你看好这家公司是因为公司的某个特别成功的产品吗？如果是，那么这个产品的营业额占公司总营业额的比例是多少？

这个问题是每个投资者都应该特别注意的一个问题。有时候，一家公司推出了某个特别的新产品，这个产品的销量极好，也给公司带来了很多利润。但是，请不要因为一个成功的新产品而盲目地买入这家公司的股票。你首先应该问这样一个问题：新产品带来的营业额和利润到底占这家公司总营业额和总利润的比例是多少？

对于一些大型公司来说，单一产品的营业额和利润通常不会超过公司总营业额和总利润的10%。在这样的情况下，因为某个成功的产品而盲目地购买该公司的股票是不理智和没有道理的。你需要全面了解这家公司的其他方面，把公司当作一个整体来分析，而不是一叶障目只看到单一产品的成功。

反过来说，如果这个特别成功的产品占了公司总营业额或是总利润的25%以上，那么这个公司确实有它的吸引人之处。对于小型公司来说，公司的所有营业额和利润都来自于某个单一产品的成功也不足为奇。这样的公司将会高速发展，而你需要关心的是，这样的高速发展是否可持续，以及能够持续多久。比如说，苹果电脑公司（AAPL）于2001年10月把著名的苹果播放器（iPod）推向了市场。到2004年1月，苹果公司已经售出了200万台iPod。iPod是一个极为成功的产品，紧随其后苹果公司又推出了另外两款更为成功的产品：苹果手机（iPhone）和苹果平板电脑（iPad）。

下表是苹果公司的财务数据。

表6–6 苹果公司的财务数据

年份	营业额（百万美元）	净收益（百万美元）	销售净利率（%）

2000	5 363	–37	–0.69
2001	5 742	65	1.13
2002	6 207	68	1.10
2003	8 279	276	3.33
2004	13 931	1 335	9.58
2005	19 315	1 989	10.30
2006	24 006	3 496	14.56
2007	32 479	4 834	14.88
2008	42 905	8 235	19.19
2009	65 225	14 013	21.48

看看苹果公司2000~2009年的营业收入和销售净利率是如何变化的。随着iPod的上市，这个产品快速引起了消费者的狂热追捧，也正是从这个时候开始，苹果公司的营业收入和销售净利率连年攀升。苹果公司为什么能做到这一点呢？因为它不是只靠iPod这一个产品，而是能不断推出成功的新产品。苹果公司的股价变化如图6－1所示。

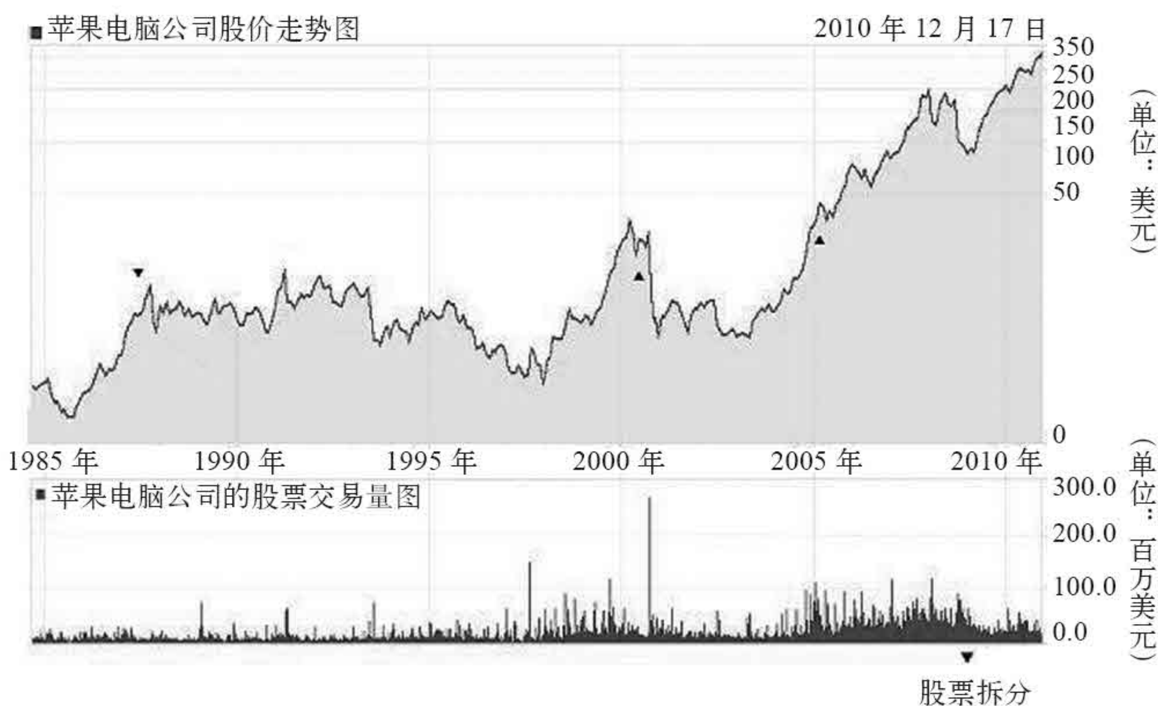


图6–1 苹果电脑公司的股价走势和日成交量图

问题9：

公司的客户集中度是否过高？

在投资一家公司的股票之前，你应该深入分析这家公司的客户基础。如果公司的10%~20%的利润都是来自某个特定的客户，那么这是一个极大的劣势，原因如下：

1. 这个大客户一定知道，公司对他有着极大的依赖性。客户知道自己手上的谈判权利，他随时可以要求降价。而为了留住这个客户，公司只能尽一切可能委曲求全地满足客户的要求，这会给公司的销售净利率带来负面的影响。

2. 如果这个大客户自己的公司业务出了问题，供应商的公司也会受影响。自己的命运掌握在别人的手中，永远都不是一件好

事。

3. 如果该客户决定终止合作关系另寻其他供应商，那么这家公司的赢利状况会因此受到重创。

客户集中度过高的问题，可以用美国顶峰航空公司（PNCL）的例子来说明。

顶峰航空公司是达美航空公司的区域承运商，顶峰航空78%的营业额都是靠承接达美航空的业务获得的。如此高的客户集中度意味着一定会出问题。实际情况是，只要达美航空的利润下降（通常是在经济危机的时候），它总是第一时间要求顶峰航空降低承运价格。很显然，顶峰航空没有什么谈判的筹码，它必须满足达美航空的要求，不然就面临着失去这个大客户的风险，而损失公司78%的营业额将是一个巨大的灾难。当然，顶峰航空和达美航空之间是有承运合同的，但是作为大客户，只要达美航空不满意，它可以随时要求顶峰航空修订合同、降低价格。顶峰航空公司的股价走势如图6－2所示。

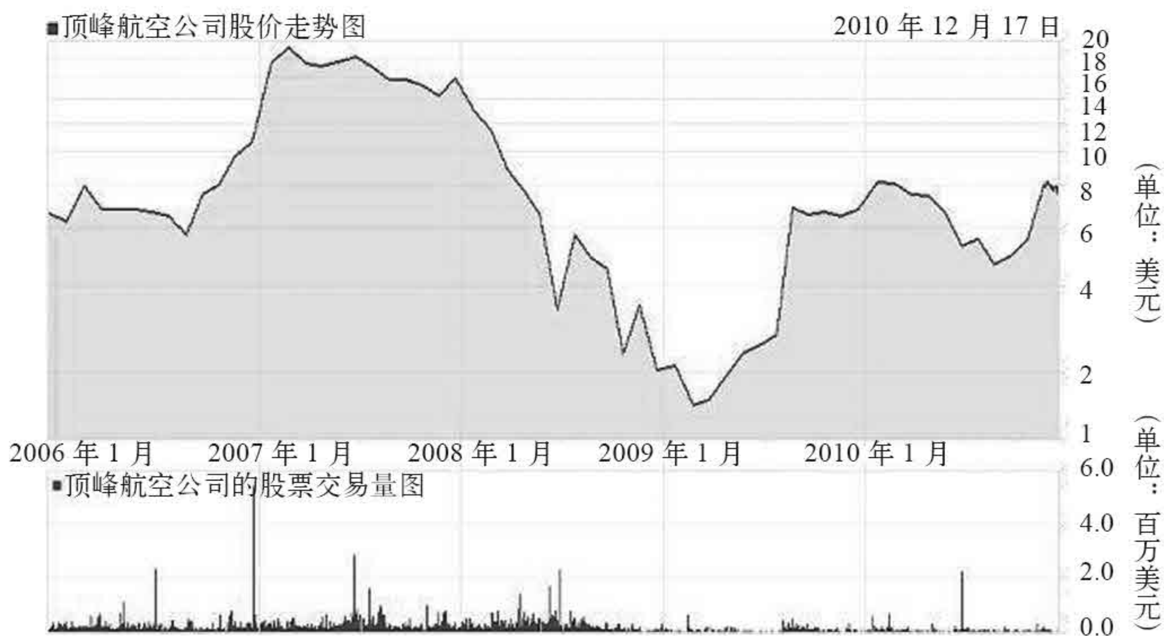


图6–2 顶峰航空公司的股价走势和日成交量图

在2008~2009年年初的经济危机期间，顶峰航空的股价发生了一次“大跳水”，从2008年1月的每股13.44美元暴跌至2009年3月的每股0.97美元。顶峰航空的市值在短短一年中居然缩水了92.78%。这种灾难性暴跌的背后原因正是过高的客户集中度。当然，如果你能在顶峰航空股价跌到每股1美元的时候买入该股票，公司的起死回生也会给你带来高额利润。

第七章
公司的负债水平：是否有能力偿还？

一家公司的负债永远是公司最重要的组成部分之一。合理的负债是没有问题的，甚至是必需的。但是，过高的负债率则会让公司背上沉重的负担，这样的公司往往很难成功。过高的负债率还意味着公司破产的风险更大，一旦公司宣布破产，股东就将面临血本无归的悲惨境遇。对于某些资本密集型行业的企业来说，它们的项目需要大量的资金投入，仅靠发行股票集资是不够的，这些企业有较高的负债很正常。比如说，大型制造业企业往往需要不断地更换厂房和设备，才能保证生产的效率。汽车制造企业每几年就要更换汽车生产线，这都需要大量的资本投入，而所需的资本往往来自于贷款。

问题1：

公司的总体负债水平是否在合理的范围之内？公司是否有能力偿还这些负债？

一般来说，我不建议投资者选择资本密集型企业的股票。但是，如果你发现了一家被市场低估的资本密集型企业，你当然还是可以考虑投资这家公司。如何判断一家公司的负债水平的高低呢？最直观的方法是把该公司的负债水平和同行业竞争公司的负债水平作一个直接比较。另外一个简单易行的判断标准是，公司的总负债相当于多少年的净收益。如果公司可以用5年或5年以下的净收益还清所有负债，那么一般认为这个负债水平是可以接受的。

除此之外，你还应该搞清楚公司的流动负债什么时候到期。如果流动负债还贷期在即，那么公司有没有制定具体的还贷计划？这些还贷计划是否切实可行？如果公司的负债是以债券的形式存在的，说明这种负债的风险较低。长期债券是公司各种负债形式中最好、最安全的。

每个国家的经济都会不断地重复一轮又一轮的经济周期：衰退、复苏、繁荣，然后再一次进入衰退期。通常在经济繁荣期，公司贷款较为容易，因此很多公司会在经济繁荣的时候大量负债，以此提高营业额，扩大公司规模。只要经济状况不恶化，公司通常能够比较轻松地偿还贷款，但是一旦经济进入衰退期，公司营业额就会随之下降，很多公司偿还贷款就变得很吃力。所以，在经济衰退期，要特别注意公司的负债和还贷情况。

问题2：

公司的短期负债水平是否在合理范围内？公司是否有能力偿还这些负债？

短期负债是指公司必须在一年内偿还的债务。在公司的资产负债表上，短期负债（又称流动负债或当期负债）会被单独列出来。短期负债包括即将到期的贷款，还包括长期负债当期应付的利息。不管是哪种形式的负债，只要这些负债需要在短期内偿还，公司就必须有足够的资金用于还贷。短期负债可以用以下这些资产来偿还：现金或现金等价物、短期投资、应收账款、隐蔽资产或是即将产生的现金流。如果一家公司没有足够的资产来偿还短期负债，请坚决不要考虑投资这类公司，短期还贷能力的缺失意味着公司随时可能会破产。

很多超小型企业都存在短期还贷能力不足的问题。这种企业的股价可能在每股1~5美元之间，对于这种超小型企业，你应该特别谨慎地

对待。如果你收听这种公司的新闻发布会，通常公司的管理层都会发表一些过度自信的言论，比如“我们正在试图重组我们的短期负债，公司有信心在负债到期之前偿还债务”，或者“我们正在与某些金融机构协商，近期有望获得更多的资本”。请不要轻信类似的言论，也不要冒险投资这样的企业。因为一旦贷款重组失败或者未能筹集到额外的资金，公司立刻会面临破产。如果你确实想投资这类公司，请一定等到它确实筹集到还贷资金以后再行动。

如果你觉得公司虽然现金或流动资产不足，却可以通过出售其他类型的资产来偿还短期债务，在这种情况下，你也需要详细地研究公司的具体资产情况，切不可盲目乐观。确实，很多公司都有一些隐藏的资产，或者有一些独立的部门或收购的子公司，理论上说，公司确实可以变卖这些资产用来偿还短期负债。但是，这样的情况需要非常谨慎地分析研究。这些资产到底能变现多少钱？能多快变现？有没有什么限制条件？这些问题都是需要认真考虑的。如果经过研究，你认为公司有能力偿还短期负债，那么你就可以继续持有该公司的股票，甚至可以抓住这个时机买进或增持该股票。如果你的研究是正确的，那么公司从困境中走出来的时候，很可能就是你发大财的时候。

问题3：

公司的流动比率是多少？

流动比率是显示公司短期还贷能力的一个指标。流动比率的计算公式如下：

流动比率 = 流动资产÷流动负债

其中，流动资产包括现金和现金等价物、应收账款、存货和其他流动资产。

流动负债包括应付账款、即将到期的负债和其他流动负债。

如果公司的流动比率小于1，这是一个非常不好的信号。流动比率小于1意味着公司的流动资产少于流动负债，也就是说，公司所有的流动资产加起来都不够偿还即将到期的负债。对于这样的公司，投资者必须特别谨慎。而如果公司的流动比率大于2，则说明公司的短期还贷能力很强，可以轻松偿付即将到期的负债。一般来说，只有流动比率大于1的公司才是值得考虑的投资机会。

当然，如果一家公司的流动比率小于1，并不表示公司就一定会破产。正如前面提到的那样，你可以深入地研究这家公司的资产，看看有没有什么隐蔽资产可以变现还贷。

为什么要如此辛苦地进行这种深入的研究呢？因为一旦一家公司的流动比率小于1，大部分的投资者会尽快地把这种危险的垃圾股抛掉。公司的股价会变得非常低，这是一个潜在的买入机会。

当然，你绝对不能因为一只股票价格低廉就盲目购入。正如我一再强调的，购入之前，你必须认真研究股票研究清单上的每一个条目，确定公司有能力偿还短期负债，确定公司有起死回生的机会。只有经过充分细致的研究，你才能真正地了解公司的情况，做出理智的投资决定。投资流动比率小于1的公司股票，你可能会获得很高的回报，当然，这种投资的风险也很大。一般情况下，我建议这种高风险的投资最多只能占到你的投资总额的2%~5%。有些时候，这些公司能够快速变卖资产，偿还短期负债，从而起死回生；有些时候，远水难救近火，公司因为短期流动性的缺失而很快跌入破产的深渊。这些潜在的风险，你都需要列入考虑范畴。不管怎样，我需要再次强调一点：就算你有足够的理由和信息，相信流动比率小于1的企业能够通过其他

方法偿还短期负债，你仍然必须仔细研究这张股票研究清单上的所有其他条目，只有全面考虑所有的因素，你才能做出理智的投资决策。

比如说，我们可以看看美国拉斯韦加斯金沙集团（LVS）的例子。金沙集团的股价走势如图7－1所示。由于金融危机的冲击，拉斯韦加斯金沙集团的营业额大幅快速下跌。当时，该公司在世界各地拥有不少在建项目。

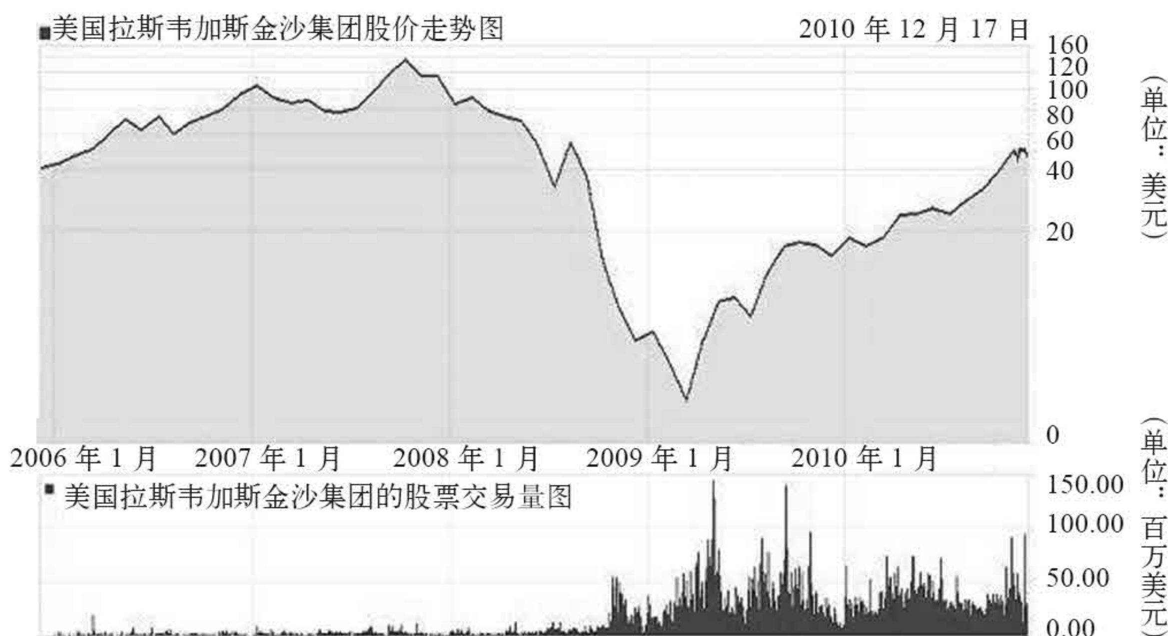


图7–1 美国拉斯韦加斯金沙集团的股价走势和日成交量图

2007年9月，金沙集团的股价曾经高达每股133美元。而到了2009年3月，公司的股价居然暴跌至每股1.38美元。这背后的原因，就是金融危机所造成的公司营业额下降和高额负债。后来，金沙集团的创始人谢尔顿·盖瑞·阿德尔森通过一笔私人较易，以发售可转换优先票据的形式，为公司筹集到一笔4.75亿美元的资金。正是因为这笔资金的注入，金沙集团的股价开始回升。在收到关于这笔注资的消息以后，我对金沙集团又有了信心，我相信它已经挺过了最艰难的时刻，相信它不会走上破产的道路。于是，我于2009年4月以每股约6美元的价格买入了金沙集团的股票。我持有金沙股票大约为期1年的时间。

2010年5月，我以每股约24美元的价格将这只股票抛出。短短13个月里，金沙集团的股票给我带来400%的回报率。

当然，如果我能够更早地买入金沙集团的股票（2009年3月的股价仅为每股1.30美元），并于2010年5月抛出，我可能就可以获得1 800%的回报率。但是，2009年3月的时候，没有足够的证据表明金沙集团可以挺过这次债务危机。我知道金沙集团有很多资产，只要能把资产变现，偿还短期负债就不是问题；但是，我不知道这些资产需要多久才能变现。当金沙公司的创始人谢尔顿·阿德尔森找到了注资，我觉得我对公司的起死回生已经有了足够的信心，我认为金沙集团破产的风险已经很小了，所以我果断出手购入，获得了令人满意的400%的回报率。

现在，让我来算算几家具体公司的流动比率。

在2010年第三季度，可口可乐公司（KO）的流动比率是：

流动比率 = 231亿美元÷172.7亿美元 = 1.33

1.33的流动比率还是很不错的，作为可口可乐公司的投资者，完全不需要担心它的短期还贷能力。

那么，固特异轮胎公司（GT）的情况又如何呢？2010年第三季度末，固特异轮胎公司的流动比率是：

流动比率 = 84亿美元÷49.3亿美元= 1.70

在短期流动性方面，固特异轮胎公司也是合格的。

问题4：

公司有多少长期负债？公司是否有能力偿还这些长期负债？

当然，没有长期负债的公司是最理想的。有些公司可能出于以下的原因而没有任何长期负债。

1. 有些产业是非资本密集型的，这种行业的公司并不需要很多的资本进行投资，也就没有必要长期借贷。比如说，服务业的公司通常对资本投资的需求很小，很多服务性企业是没有长期负债的，比如软件业的微软和甲骨文公司，外包服务供应商印孚瑟斯技术有限公司和高知特公司，提供金融数据的穆迪投资者服务公司和从事金融服务业的费哲公司等。

2. 巴菲特喜欢投资这类没有长期负债的公司。巴菲特认为，没有长期负债意味着公司的破产风险很小，这样的公司能为股东创造更多的长期价值。另外，没有长期负债也使得公司省下了不少利息的支出，这又进一步提高了公司的利润。

3. 没有长期负债可能是公司竞争力强的一个标志。当公司的竞争力强、利润高，公司的现金流也会更加充足。当公司自己产生的现金流已经足够满足公司的发展和再投资的需求，这样的公司就根本没有借贷的必要。如果一家公司能够做到这一点，那么它很可能是一家十分优秀的公司，这样的公司会给投资者带来长期稳定的回报。

4. 有持续竞争力的公司通常在市场上占据不可撼动的地位，对这样的公司来说，即使原材料的价格上升，它也可以通过提高售价的方法来保持稳定的利润率。于是，公司可以用留存收益来作为公司发展的资金来源，而无须依赖贷款。这样的公司无疑是优秀的公司，成为这种公司的股东，长期回报将会十分稳定。如

果你发现了一家没有长期负债、市场竞争力强、股价又很合理的公司，那么大胆买入并长期持有它的股票吧。你的眼光和耐心会给你带来丰厚的回报。

虽然没有长期负债是一件好事，但你并不需要只投资于没有长期负债的公司。很多公司虽然有长期负债，却有着很好的还贷能力和发展潜力，错过这样的公司将是一件很可惜的事情。对于某些行业来说（比如大型制造业），行业内不可能存在没有长期负债的公司，这是行业的性质决定的。当你研究这种行业内的公司时，你需要考虑的是：公司的长期负债水平是否合理？公司有没有能力偿还这些长期负债？

首先，我们应该弄清楚什么是“合理的负债水平”。如果公司只需要4~5年的净收益就能还清资产负债表上的所有长期负债，那么这家公司的负债水平就是“合理的”。这样的负债水平不会给公司带来太大的负担和风险。每年，这些长期负债会产生利息和当期需要偿还的本金，如果公司的现金流是上述支出的两倍或以上，那么，公司的还贷压力并不算大。现金流足以应付债务清偿的需求，并且还有一定富余，这大大地降低了公司破产的风险。

投资者应该具体分析这家公司有哪些种类的长期负债。可赎回银行贷款和商业票据是最不好的长期负债形式。可赎回银行贷款一般会附加很多债务契约，只要公司的营业额突然下降，或者银行因为其他原因认为公司的清偿能力有问题，银行可以随时要求公司提前还贷。这种负债给公司带来了很大的风险，投资者应该搞清楚这种高风险的负债占公司长期负债总数的比例。如果这个比例过大，则需要格外小心。当然，如果公司在过去10年的现金流一直稳定、充裕，那么高风险的负债也不一定是一个很大的问题。

从筛选公司的角度来说，公司最好的负债形式是期限长、利率低的公司债券。发行这种债券的公司很久以后才需要开始偿还本金，而且有的公司债券还允许公司推迟支付利息。这种性质的长期负债对公司来说风险低、压力小。

现在，让我们来比较一下可口可乐公司（KO）和固特异轮胎公司（GT）的长期负债情况和赢利状况的关系。

可口可乐公司2000~2009年的长期负债情况如下：

表7–1 可口可乐公司负债情况

年份	长期负债（百万美元）	净收益（百万美元）	多长时间的净收益可以还清长期负债?
2000	835	2 177	5个月
2001	1 219	3 979	4个月
2002	2 701	3 976	8个月
2003	2 517	4 347	7个月
2004	1 157	4 847	3个月
2005	1 154	4 872	3个月
2006	1 314	5 080	3个月
2007	9 329	5 981	1.6年
2008	2 781	5 807	6个月

2009	5 059	6 824	9个月

可口可乐的数据看起来很不错，公司通常只需要不到一年的净收益就可以还清所有长期负债，这样的长期负债水平是非常合理的。

那么，固特异轮胎公司的情况又如何呢？我们来看看下表的数据。

表7–2 固特异轮胎公司负债情况

年份	长期负债（百万美元）	净收益（百万美元）	多长时间的净收益可以还清长期负债?
2000	2 350	40.3	58年
2001	3 204	–204	无法计算
2002	2 989	–1 106	无法计算
2003	4 826	–802	无法计算
2004	449	115	4年
2005	4 742	239	20年
2006	6 563	–330	无法计算
2007	4 329	139	31年
2008	4 132	–77	无法计算

年份	长期负债（百万美元）	净收益（百万美元）	多长时间的净收益可以还清长期负债?
2009	416	–375	无法计算

不用我多作解释，上面的表格已经充分地反映了固特异轮胎公司和可口可乐公司的差距。从长期负债水平的角度来说，可口可乐公司的状况良好，而固特异轮胎公司的情况就有些糟糕了。在这一点上，任何投资者都应该更偏向于投资可口可乐公司，而不是固特异轮胎公司。

问题5:

公司的利息支出大不大?

稳健的、有竞争力的公司的利息支出往往很少，甚至几乎没有。如果你发现一家公司的财务报表上没有任何的利息支出，这是一个非常好的信号，这意味着这是一家零负债的公司。

但是，从另一方面来说，投资者也不应该回避那些有利息支出的公司。正如前面提到过的，有些行业的公司必须有一定的负债，利息的支出也是不可避免的。只要利息支出占营业利润的比例在一个合理的范围内，利息支出是完全可以接受的。而如果这个比例太高，投资者就应该格外小心了。利用财务报表上的信息，可以计算出公司的利息支出占营业利润的比例是多少，你需要把2000~2009年的数据都算出来。如果2000~2009年间，这个比例保持稳定或是有所下降，那么公司的还贷能力是有一定保证的。而如果这个比例有上升的趋势，则说明公司的还贷能力正在下降，这是一个负面信号。

现在，我们来算算可口可乐公司的利息支出占营业利润的比例是多少。

表7–3 可口可乐公司利息支出占比

年份	利息支出（百万美元）	营业利润（百万美元）	利息支出/营业利润（%）
2000	447	4 464	10.10
2001	289	6 155	4.69
2002	199	6 264	3.17
2003	178	6 071	2.93
2004	196	6 591	2.97
2005	240	7 017	3.42
2006	220	7 246	3.03
2007	456	8 532	5.34
2008	438	9 862	4.44
2009	355	9 780	3.62

平均来看，可口可乐公司的利息支出只占营业利润的4.36%，而且波动也不大，一般都在2.5%~4%的区间之内。利息支出只占营业利润的

一小部分，并且比例稳定，这是一个很好的信号。就像我们前面说过的一样，稳健的、有竞争力的公司应该只有很少的利息支出。

现在，我们把同样的计算公式套用到固特异轮胎公司的数据上。

表7–4 固特异轮胎公司利息支出占比

年份	利息支出（百万美元）	营业利润（百万美元）	利息支出/营业利润（%）
2000	283	1 173	24.13
2001	292	926	31.53
2002	241	915	26.34
2003	296	–549	无法计算
2004	369	1 457	25.33
2005	411	1 706	24.09
2006	451	1 256	35.91
2007	566	1 677	33.75
2008	397	1 434	27.68
2009	311	900	34.56

2000~2009年，固特异公司的利息支出占营业利润的平均比例为29.26%，而可口可乐公司的这一比例只有4.36%。哪家公司更值得投资，已经非常明显了。在2003年，固特异轮胎公司的营业利润甚至是负数。其实，固特异公司在轮胎行业里还是相当有竞争力的，但是因为轮胎行业是一个资本密集型的产业，所以固特异的利息支出比例相对较高。一般来说，我不建议投资者购买这类行业的股票。

问题6：

公司有没有优先股？

优先股是相对于普通股而言的，在利润分红和剩余资产分配的时候，优先股比普通股有着更高的优先级。优先股的持有人享受固定数额的股息，而且优先股的持有者还有权把优先股按一定比例兑换成普通股。如果公司破产或解散，那么清算的时候，必须先支付优先股股东应得的权益，然后才轮到普通股股东。当公司派发股息的时候，也是先派发给优先股股东，再派发给普通股股东。因为上述的原因，优先股其实是企业负债的一部分，而且是一种成本很高的债务，因为公司不仅要付利息，优先股也具有与普通股一样的增值潜力。如果一家公司没有发行优先股，或者只发行过很少的优先股，这是一个优势。当然，你也不必完全排斥有优先股的公司。与负债一样，只要公司有能力按时付清股息，并且对如何偿还优先股的本金有着切实可行的计划，那么发行优先股并无什么不可。

在金融危机期间，巴菲特投资50亿美元买入高盛集团的优先股。这些优先股每年有10%的固定股息，而且还附加了能以每股115美元购入高盛集团普通股的权证。通过投资高盛集团的优先股，巴菲特不仅能够坐收稳定的股息收入，还能从高盛集团的股票升值中获利。此外，巴菲特还投资30亿美元买入通用电气公司（GE）的优先股，通用电气公司的优先股同样有10%的固定股息，而且还附加了以每股22.5美

元购入通用电气普通股的期权（总共可购入价值30亿美元的通用电气普通股）。

一般来说，只有当公司筹措资金比较困难的时候，公司的管理层才会考虑发行优先股。一家公司应该随时保持手头有足够的资金，才能够从容地应付意外情况的发生。巴菲特总是在伯克希尔·哈撒韦公司的账面上保留充裕的现金。在公司的年会上，常常有股东质问巴菲特这样做的原因，巴菲特的回答总是一样的：我们需要在手上留有足够的现金，以备不时之需。万一我们的子公司需要现金，我们就不需要把自己的命运交到别人手上。正是充足的现金储备让巴菲特能够抓住机会，买入高盛优先股这类优质股票，伯克希尔·哈撒韦公司的股东也从中获得了丰厚的回报。在同等条件下，投资者应该选择没有优先股的公司，因为没有优先股意味着不必支出固定的股息，也意味着普通股股东的权益不会被稀释。

第八章
股东权益：股本回报率与债务股本比

简单地说，股本回报率（ROE）这个指标反映出公司用股东的钱产出了多高的回报。只要公司的股本回报率足够高，作为这家公司的股东，你就可以放心地等着钱生钱。而如果公司的股本回报率很低，你则应该考虑撤出资本另投他处。

问题1：

公司过去10年来的股本回报率如何？总体趋势是上升还是下降？

股本回报率的计算公式如下：

股本回报率 = 净收益÷股东权益

股本回报率一直是巴菲特非常关注的一个指标，巴菲特认为，股本回报率应该与每股收益（EPS）结合起来看。单看每股收益是不保险的，因为公司的管理层可以通过一些财务上的操作把每股收益“做”得更好看。通过这些手段，不用真的增加收益，就可以让报表上的每股收益看起来逐年增加。比如说，管理层可以回购股票，只要股份总数减少了，即使净收益不变，每股收益仍然会上升。当然，股票回购是一件好事，对公司和股东都有好处。但是，通过财务手段人为地操控每股收益数据的行为却不是一件好事，这会误导不明真相的股东。

同样的，公司也可以通过增加负债的方法来人为地提高股本回报率。所以，股本回报率要与负债水平结合起来，合理的负债水平下的高股本回报率是好事，负债水平过高是一个危险的信号。

接下来，我们来计算一下可口可乐公司和固特异轮胎公司的股本回报率。

可口可乐公司2000~2009年的股本回报率如下：

2000：23.1%

2001：38.5%

2002：34.3%

2003：33.6%

2004：32.3%

2005：30.2%

2006：30.5%

2007：30.9%

2008：27.5%

2009：30.2%

从上面的数据中我们可以看出，可口可乐公司在2000~2009年间的年均股本回报率是31.11%。而且，可口可乐公司的股本回报率非常稳定，几乎一直在30%上下，这是一个非常好的信号。也就是说，过去10年，可口可乐公司的股东投入公司的每一分钱都收到了31.11%的平均回报率，这一指标是相当高的。因为可口可乐公司的数据如此稳健，我们有理由相信，这种高额回报还会在未来继续保持。可口可乐公司

确实是一家非常优秀的公司，难怪巴菲特会把可口可乐股票列在“永久持有”的清单上。

那么，固特异轮胎公司的数据又如何呢？我们一起看看。

2000：1.1%

2001：无法计算

2002：无法计算

2003：无法计算

2004：565.5%

2005：325.2%

2006：无法计算

2007：13.3%

2008：无法计算

2009：无法计算

有些年份的股本回报率根本“无法计算”，这是因为固特异公司当年的净收益是负数，所以股本回报率也应该是负数。负的股本回报率通常没有意义，因此我们记为“无法计算”。从上面的数据中可以看出，2004~2005年这两年间，固特异轮胎公司的股本回报率异常的高。在2000~2009年，固特异有6年的时间都在亏损，也就是说股本回报率是负数，另外4年的股本回报率是正数（而且其中两年的数字异常高）。总体来说，固特异的股本回报率非常不稳定。固特异又没有通过这一项测试。

问题2:

公司的股东权益是不是大于公司的长期负债？

债务股本比是财务分析中最重要的指标之一。通常来说，你应该选择债务股本比小于1的公司进行投资，也就是说，公司的股东权益应该比债务要多。当债务股本比小于1的时候，我们通常说这家公司的资产负债表是很“健康”的，投资者们可以比较放心地把钱投入这类公司。长期来看，债务股本比小于1的企业能为股东创造更多的价值。

如果一家公司的负债比股东权益还要多，公司的还贷压力就会比较大，特别是经济形势不佳、营业额和赢利下滑的时候，公司很可能难以按时偿还贷款，从而违反债务契约。一旦这类情况发生，公司的股价往往会一落千丈，破产的风险使得股东长期积累的价值在短时间内全部蒸发。当然，虽然有的公司负债很多，却能很有效率地利用借来的资本发展公司的业务，从而产生更高的营业额和利润。如果负债带来的额外利润能够让公司轻松偿还债务利息，并且按计划逐步还清本金，那么这样的负债就是良性的，是对股东有利的。当你发现这类公司时，你完全可以考虑投资，虽然这样的公司有较高的负债率，但它同时也能给股东创造更多的长期价值。

如果一家公司的现金能够轻松地偿还短期负债，那么这家公司的流动性是没有问题的。在这样的情况下，我们可以忽略公司的短期负债，在分析公司的负债情况时，我们只要考虑长期负债就可以了。不同行业的企业的债务股本比是很不一样的。通常，资本密集型行业的公司有着较高的债务股本比，而非资本密集型行业的企业的这个比率则低得多。因此，并不是任意两家公司的债务股本比都具有可比性，作研究的时候，投资者应该把一家公司的债务股本比和同行业的竞争者进行对比，这样才是最客观、最具有信息量的。沃伦·巴菲特一向钟情于债务股本比较低的公司，这是贯穿他整个投资生涯的一个十分坚定的原则。

现在，让我们来看一看可口可乐公司在2000~2009年间的债务股本比。记住，债务股本比这个指标越低越好。

表8–1 可口可乐公司的债务股本比

年份	长期负债（百万美元）	股东权益（百万美元）	债务股本比（%）
2000	835	9 316	0.08
2001	1 219	11 366	0.10
2002	2 701	11 800	0.22
2003	2 517	14 090	0.17
2004	1 157	15 935	0.07
2005	1 154	16 355	0.07
2006	1 314	16 920	0.07
2007	9 329	21 744	0.42
2008	2 781	20 472	0.13
2009	5 059	24 799	0.20

从上表中可以看出，可口可乐公司2000~2009年间的平均债务股本比是0.15。这个数字可以说是非常低、非常出众了。

那么，固特异轮胎公司的情况又如何呢？我们来看看下表。

表8–2 固特异轮胎公司的债务股本比

年份	长期负债（百万美元）	股东权益（百万美元）	债务股本比（%）
2000	2 350	3 503	0.67
2001	3 204	2 864	1.11
2002	2 989	651	4.59

年份	长期负债（百万美元）	股东权益（百万美元）	债务股本比（%）
2003	4 826	–13.1	无法计算
2004	449	72.8	6.16
2005	4 742	73	64.9
2006	656	–758	无法计算
2007	4 329	2 850	1.51
2008	4 132	1 022	4.04
2009	4 167	735	5.66

2003年和2006年的债务股本比无法计算，因为这两年固特异轮胎公司的股东权益是负数，所以我们只好忽略这两年的数据。在剩下的8年里，固特异轮胎公司的平均债务股本比是11.09。

债务股本比这一指标又一次让我们看到了固特异轮胎公司和可口可乐公司的差距。很显然，如果仅考虑两家公司的负债状况，任何一个投资者都会选择可口可乐公司，而不会选择固特异轮胎公司。

第九章
三大利润率：销售净利率、销售毛利率与税前利润率

销售净利率是一个非常容易计算的简单指标，但是这个指标却能够非常清楚、直观地告诉投资者：这家公司每一美元的营业额到底能产生多少净利润。销售净利率（%）的计算公式如下：

销售净利率 =（净利润÷营业收入）×100%

如果一家公司的净利润增加了，很显然，这是一件好事。但对于投资者而言，你不能就此满足，而应该作进一步研究：这家公司可以保持当前的销售净利率水平吗？有的时候，公司为了与竞争对手争夺市场份额，不得不降价促销，这样的策略可以在短期内让营业收入和净利润的绝对数额都有所增加，但这样的行为会降低公司的销售净利率。价格战不是一个可持续的策略，长期看来，降价对公司和股东都没有好处。

问题1：

公司在过去10年间的销售净利率走势如何？有没有稳健上升，或至少保持稳定？

让我们来用一个具体的例子解释这个问题。假设有一家X公司在第一年的营业收入是10亿美元，净利润是1亿美元。那么，X公司在第一

年的销售净利率是：

销售净利率 =（1亿美元÷10亿美元）×100% = 10%

第二年，让我们假设X公司的营业收入增长到了20亿美元，净利润增长到了1.5亿美元。那么，X公司在第二年的销售净利率是：

销售净利率 =（1.5亿美元÷20亿美元）×100% = 7.5%

我们可以看到，虽然X公司的营业收入和净利润都大幅增长了，但是公司的销售净利率却下降了，这不是一个好信号。

现在，让我们来看看可口可乐公司的销售净利率是怎么变化的。以下是可口可乐公司2000~2009年的销售净利率数据。

2000：10.6%

2001：19.8%

2002：20.3%

2003：20.7%

2004：22.1%

2005：21.1%

2006：21.1%

2007：20.7%

2008：18.2%

2009：22.0%

在这10年中，可口可乐公司的平均销售净利率是19.66%。而且，可口可乐公司的销售净利率非常稳定，几乎一直保持在20%左右，可口可乐公司在这方面的表现非常令人满意。

那么，固特异轮胎公司的情况又是怎样呢？以下是固特异轮胎公司2000~2009年的销售净利率数据。

2000：0.3%

2001：无法计算

2002：无法计算

2003：无法计算

2004：0.6%

2005：1.2%

2006：无法计算

2007：0.7%

2008：无法计算

2009：无法计算

10年中有6年的时间，固特异轮胎公司的销售净利率都是“无法计算”，这是因为这6年里公司都在亏损，也就是净利润都是负数。面对一家销售净利率常年稳定地保持在20%的企业与一家销售净利率极不稳定而且常常不足1%的企业，你会选择哪一家进行投资呢？答案是非常明显的。

问题2：

公司过去10年的销售毛利率走势如何？有没有稳健上升，或至少保持稳定？

公司的毛利润是指营业收入减去销售成本后剩下的部分，计算公式如下：

毛利润 = 营业收入 – 销售成本

销售毛利率的计算公式如下：

销售毛利率 = 毛利润÷营业收入

投资者应该尽量选择销售毛利率高的企业进行投资。一般来说，如果一家企业在行业中具有可持续的竞争优势，那么这家企业的销售毛利率会比同行业竞争对手的销售毛利率高。

稳健的、有竞争力的企业的销售毛利率可以达到60%，甚至更高。如果一家企业的销售毛利率不足40%，那么这家企业所处的行业可能是一个竞争非常激烈的行业。而我前面提到过，投资者应该尽量避免投资于高度竞争行业中的公司，因为在这类行业里生存的公司，日子真的不好过。当然，不同行业的销售毛利润范围有很大的差别。当你考察一家公司的销售毛利润时，应该拿这个数据和相似行业的相似公司的数据进行比较。

下面，我们来看看可口可乐公司2002~2009年的销售毛利润数据。这里，我用了8年而不是10年的数据，因为2002年之前的这项数据难以取得。

表9–1 可口可乐公司的销售毛利率

年份	毛利润（百万美元）	营业收入（百万美元）	销售毛利率（%）
2002	12 459	19 564	63.68
2003	13 081	20 857	62.72
2004	14 068	21 742	64.70
2005	14 909	23 104	64.53
2006	15 924	24 088	66.11
2007	18 451	28 857	63.94
2008	20 570	31 944	64.39
2009	19 902	30 990	64.22

从上表可以看出，可口可乐公司这8年的平均销售毛利率是64.29%，这个数字相当不错。

同样的，固特异轮胎公司2002~2009年的销售毛利率如下表所示。

表9–2 固特异轮胎公司的销售毛利率

年份	毛利润（百万美元）	营业收入（百万美元）	销售毛利率（%）
2002	2 550	13 856	18.40
2003	2 621	15 102	17.36
2004	3 557	18 353	19.38
2005	3 563	18 098	19.69
2006	3 025	18 751	16.13
2007	3 733	19 644	19.00
2008	3 349	19 488	17.18
2009	2 625	16 301	16.10

在这8年中，固特异轮胎公司的平均销售毛利率是17.91%。

在销售毛利率的这项测试中，可口可乐公司再次获胜，而固特异轮胎公司又一次落败。

问题3：

公司的税前利润率够高吗？

公司的税前利润是指扣除利息支出，但还未扣除税金的收入。税前利润可以通过息税前利润（EBIT）减去利息支出得出。虽然公司的净利润是一个更加常见的指标，但是净利润往往可以通过一些会计手段进行人为操控。所以，谨慎起见，我们应该计算公司的税前利润率，以保证我们没有被虚高的报表数字所欺骗。

每个投资者都应该尽量投资税前利润率高的企业。当一国的经济进入衰退期，该国的公司通常会试图降低售价以吸引消费者。如果某家公司的税前利润率很高，这意味着公司有一些降价的余地，即使在经济形势不好的时候，也能通过降价促销，保证一个比较好的利润率。而如果一家公司的税前利润率偏低，则降价的空间不大，一旦经济状况恶化，这家公司就很容易陷入亏损的境地。长期的经济不景气会让公司陷入财务上的困境，甚至最终倒闭，而只有税前利润率较高的公司才更有能力抗击这种风险。当你计算一家公司的税前利润率的时候，应该与同行业的公司进行比较。与其他利润率一样，不同行业间的数据通常是不可比的。

税前利润率高的公司有很多优势，公司可以利用这些利润来进行扩张和发展，可以收购新的公司，可以向股东支付股息，还可以回购公司的股票，这些都是股东希望看到的情况。

税前利润率的计算公式如下：

税前利润率 = 税前利润÷营业收入

下面，我们来计算一下可口可乐公司2000~2009年的税前利润率。

表9–3 可口可乐公司的税前利润率

年份	税前利润（百万美元）	营业收入（百万美元）	税前利润率（%）
2000	3 399	20 458	16.61
2001	5 670	20 092	28.22
2002	5 499	19 564	28.11
2003	5 495	21 044	26.11
2004	6 222	21 962	28.33
2005	6 690	23 104	28.96
2006	6 578	24 088	27.31
2007	7 873	28 857	27.28
2008	7 439	31 944	23.29
2009	8 946	30 990	28.87

在这10年中，可口可乐公司的平均税前利润率是26.31%。除了2000年，其他年份的税前利润率都是非常稳定的。

现在，我们再来计算一下固特异轮胎公司2000~2009年的税前利润率。

表9–4 因特异轮胎公司的税前利润率

年份	税前利润（百万美元）	营业收入（百万美元）	税前利润率（%）
2000	92	14 417	0.64
2001	–273	14 147	–1.93

2002	38	13 850	0.27
2003	–655	15 119	–4.33
2004	381	18 370	2.07
2005	584	19 723	2.96
2006	–113	20 258	–0.56
2007	464	19 644	2.36
2008	186	19 488	0.95
2009	–357	16 301	–2.19

如果我们把亏损的情况也考虑在内，那么固特异轮胎公司这10年的平均税前利润率只有0.03%。即使不考虑亏损的年份（即把上表最后一列所有的负数都忽略掉），固特异轮胎公司的平均税前利润率也只有1.54%。

从利润率的角度来说，哪家公司更能为股东创造稳定的长期价值增长呢？是可口可乐公司，还是固特异轮胎公司？在数据面前，答案是非常清楚的。2000~2009年，可口可乐公司的平均税前利润率是26.31%，而固特异轮胎公司只有1.54%（这还是把亏损的年份剔除以后的数据），很显然，可口可乐公司的股东要比固特异公司的股东幸运得多。

第十章
资本投资的产出情况：资产收益率与资本回报率

现在，让我们引入一个新的财务指标：资产收益率。资产收益率的计算公式如下：

资产收益率（ROA）= 净收益÷资产总额

公司的资产总额包括负债和股东权益两个部分。

资产收益率反映了一家公司的投资效率：每一美元的资本（包括股东的投资和债权人的投资）到底产生了多少净收益？对于投资者来说，只要一家公司的资产收益率高，投资这家公司的股票就可能产生高额回报。

问题1：

公司过去10年的资产收益率走势如何？有没有稳健上升，或至少保持稳定？

让我们用一个例子来解释这个问题。假设我们有两家公司：X公司和Y公司。X公司每年的净利润都是1 000万美元，总资产（包括负债和股东权益）是1亿美元。那么，X公司的资产收益率如下：

资产收益率（ROA）=（1 000万美元÷1亿美元）×100% = 10%

Y公司的净利润和X公司一样，也是1 000万美元，但Y公司的总资产（包括负债和股东权益）只有5 000万美元。那么，Y公司的资产收益率如下：

资产收益率（ROA）=（1 000万美元÷5 000万美元）×100% = 20%

哪家公司更值得投资呢？显然是Y公司。因为Y公司用较少的资产创造出了与X公司同样多的净利润。当然，和其他指标一样，只有同行业或类似行业公司的资产收益率的比较才有意义，因为不同行业的资产收益率可能有很大的差别。

下面，我们计算一下可口可乐公司和固特异轮胎公司的资产收益率。当然，可口可乐公司和固特异轮胎公司所处的行业不同，两者的资本投资数额也有较大的差距。因为固特异公司所处的轮胎行业属于资本密集型行业，一般来说，固特异公司的资本投资数额要比可口可乐公司更大。

对于投资者来说，我们首先应该弄清楚哪些行业的资产收益率较高。让我们先对比可口可乐公司和固特异公司的情况，然后把这两家公司的数据分别与同行业的其他公司进行比较（比如，可口可乐公司的资产收益率和百事可乐公司作对比）。做完这些功课以后，我们才能最终判断可口可乐公司和固特异公司孰优孰劣。

可口可乐公司2000~2009年的资产收益率如下：

2000：10.3%

2001：18.4%

2002：16.9%

2003：16.8%

2004：16.5%

2005：16.0%

2006：17.1%

2007：16.3%

2008：13.9%

2009：15.3%

可口可乐公司这10年的平均资产收益率是15.75%，这个数字相当不错。

固特异轮胎公司这10年的资产收益率如下：

2000：0.3%

2001：无法计算

2002：无法计算

2003：无法计算

2004：0.7%

2005：1.5%

2006：无法计算

2007：0.8%

2008：无法计算

2009：无法计算

固特异轮胎公司这10年的平均资产收益率是－1.40%，这个数字实在不能令人满意。

显然，从资产收益率的角度来看，可口可乐公司是一个很好的投资机会，而固特异轮胎公司则没有什么吸引力。

问题2：

公司的资本回报率如何？是否稳健增加或至少保持稳定？

除了资产收益率外，我们还应该考虑另外一项指标，即资本回报率。资本回报率的计算公式如下：

资本回报率（ROIC）=（净收益 － 股息）÷资产总额

在上述公式中，总资产包括长期负债、普通股和优先股。对投资者来说，一家公司的资本回报率越高越好。资本回报率高，说明公司的管理层合理有效地分配了公司的资本，利用资本产生了丰厚的利润。

可口可乐公司这10年的平均资本回报率是26.20%，而固特异轮胎公司这10年的平均资本回报率仅为－4.80%。

毫无疑问，从资本回报率的角度来说，可口可乐公司比固特异轮胎公司更值得投资。

问题3：

公司是否需要大额的资本投资，才能保持竞争力？

当你研究一家公司的财务信息时，资本投资的数目和变化趋势是一个很重要的指标。如果公司用营业额的很大一部分进行资本投资，那么从投资的角度来说，这家公司并不是很有吸引力。而如果一家公司的资本投资非常小，那么这家公司在行业中的竞争力很可能会下降，对于制造业、纺织业和汽车生产行业的公司来说，这一点尤为重要。

资本投资会占用公司的大量资金。如果一家公司把营业额的绝大部分都用于资本投资，那么公司就没有资金用于扩展公司业务、回购股票、收购其他公司，或者派发股息。所以对于股东来说，资本投资不应该占营业额的比例过大，否则股东投资的长期价值增值就没有保障。

当巴菲特收购伯克希尔·哈撒韦公司的时候，该公司主要从事纺织业。因为行业的性质，伯克希尔·哈撒韦公司每年都需要大量的资本投资，以使纺织工厂的设备和生产线进行更新。即使是在这样的情况下，伯克希尔·哈撒韦公司的资本回报率仍然是负数。在进行了几次大额的资本投资以后，巴菲特意识到了这个问题，决定不再把大额的资金用于纺织设备和厂房的更新。最终，巴菲特彻底关闭了伯克希尔·哈撒韦公司的纺织工厂，彻底摆脱了连年亏损的纺织业务。巴菲特的这一决定是十分明智的，这些本来会被用于资本投资的资金，被巴菲特用来投资非资本密集型的公司，并获得了高额回报。

众所周知，巴菲特的投资包括穆迪投资者服务公司、费哲金融服务公司、华盛顿邮报公司、美国运通公司、美国富国银行，以及时思糖果等。这些公司无一例外都属于非资本密集型公司。当然，不久前，巴菲特收购了一家资本密集型的铁路行业的公司：美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司。这是因为伯克希尔·哈撒韦公司的规模实在太大，投资于中小型公司已经不能对伯克希尔·哈撒韦公司的利润产生有意义地影响了。出于这样的考虑，加上伯灵顿北方圣太菲铁路运

输公司的业务前景一片光明，巴菲特才破例进行了这样一笔投资。正如我前面提到的，铁路是一种效率很高的运输方式，一加仑的油足够支撑400英里的铁路运输（这样的效率简直高到了令人难以置信的程度！）。只要经济状况良好，人口稳定增加，伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司就不愁没有大量的货物需要运输。对于伯克希尔·哈撒韦公司的股东来说，这笔投资未来的长期收益是很有保障的。

现在，我们来看看可口可乐公司和固特异轮胎公司的资本密集程度如何。资本密集程度的指标是资本投资占税前利润的百分比。

资本投资百分比 = 资本投资÷税前利率

可口可乐公司2000~2009年的资本投资百分比如下：

2000：21.5%

2001：13.5%

2002：15.4%

2003：14.7%

2004：12.1%

2005：13.4%

2006：21.3%

2007：20.9%

2008：26.4%

2009：22.3%

从中我们可以看出，这10年间可口可乐公司的平均资本投资百分比是18.14%。也就是说，可口可乐公司平均每年把税前利润的18.14%用于资本投资。

而固特异公司的情况却十分糟糕，固特异公司在2000~2009年的资本投资百分比如下：

（单位：百万美元）

2000：614 ÷ 92.3

2001：435 ÷ (－273)

2002：458 ÷ 37.9

2003：375 ÷ (－655)

2004：519 ÷ 381

2005：634 ÷ 584

2006：671 ÷ (－113)

2007：739 ÷ 464

2008：1 049 ÷ 186

2009：746 ÷ (－357)

在这10年间，固特异轮胎公司的资本投资一直高于税前利润。换句话说，固特异公司的税前利润全部用于资本投资都不够。显然，这样的公司是无法为股东带来长期的价值增值的，这种公司的股票也根本不值得投资。在资本投资这项测试中，固特异公司的表现又一次不尽如人意。

问题4：

公司的投资策略是什么？公司是不是在自己擅长的专业领域里进行投资？

当一家公司常年保持赢利状态（甚至赢利逐年攀升），公司为股东赚到的钱就会越积越多。这些资金总得有个合适的去处，而作为一个投资者，你务必要搞清楚公司是如何利用这些资金的。有些公司选择用这些资金对公司进行再投资，希望促进公司的成长和发展，如果是这样，投资者应该进一步研究资金投到了哪些地方，效果如何。有些公司选择用这些资金收购其他企业，以期壮大公司的规模，如果是这样，投资者应该搞清楚公司的管理层打算收购哪类企业，具体的收购计划如何。比如说，公司是打算收购相关的上下游企业，还是同类型的公司，又或者是和公司主营业务无关的新公司？

作为一个投资者，你需要知道公司是不是在自己擅长的专业领域中进行投资，这一点十分重要。一般来说，如果公司收购的企业属于一个和公司主营业务完全无关的行业，这很可能是一个不理智的举动，因为公司管理层的专长根本不在于此，对被收购公司所处的行业很可能也缺乏必要的了解。在商业收购的历史上，并购外国和行业外公司的做法往往都很不成功。因为这种不理智的收购会给公司的管理层带来很多麻烦，在许多案例中，管理层辛苦挣扎了很多年，最终也没能把收购来的公司成功地整合到自己原有公司的架构中去。最后，不得不宣布失败，这笔投资变成了报表上的坏账损失。

当然，我们应该看到，成功的例子也有很多。有的公司专门收购各种行业内的公司，并成功整合，获得了良好的发展，这就是所谓的“控股公司”。沃伦·巴菲特就是这样建立起他的伯克希尔·哈撒韦公司的。对于这类主营业务就是收购其他公司的公司来说，“擅长领域”的规则并不适用。巴菲特控股公司的收购行为和普通公司收购其他公司以期扩大公司规模的行为是截然不同的，具体的区别如下：

• 巴菲特一般收购一家公司80%的股份，剩下20%的股份仍由被收购公司的创始人或之前的所有者持有。在这样的情况下，公司的创始人或是原来的管理层可以继续管理公司的事务，公司可以照常发展。公司原来的管理者仍然持有部分公司的股份，有足够的动力继续好好经营公司，这样原管理者的利益就和巴菲特的利益保持一致了。

• 巴菲特并不会亲自管理这些公司，也不会插手公司管理层的具体决策。公司的管理层可以继续全权管理公司，使得公司能够继续沿着原来的轨迹成功发展。当然，巴菲特重视与公司管理层的交流，如果这些管理者有问题想要和巴菲特进行讨论，巴菲特也会非常认真地参与讨论。但如果没有特殊问题，巴菲特完全不会插手公司的日常事务和决策。公司管理层只要每月或每个季度按时把内部报表上交给巴菲特就可以了。当这些公司产生了现金流，公司的管理层会把现金流上交给巴菲特，由巴菲特统一管理投资。由于巴菲特并不插手公司的日常事务，这些子公司的运营情况仍与收购前相同，原管理者也仍和收购前一样继续推进自己的工作。

这样的管理机制取得了很大的成功。巴菲特只收购那些有着优秀管理层的公司，如果巴菲特对一家公司的管理者没有信心，他就绝对不会考虑收购这家公司。因为对所收购公司的管理层有着绝对的信心，巴菲特才能放手让管理层作决策，而自己完全不插手。巴菲特的信心很好地激励了子公司的管理者，在被收购以后，这些管理者们继续兢兢业业地管理着自己的公司，甚至取得了比收购前更好的业绩。

关于这一点，政府雇员保险公司（GEICO）的前CEO杰克•伯恩给我们提供了一个最好的例子。

某一次，一家世界500强企业想要收购GEICO公司，买家十分有诚意。杰克•伯恩打电话给巴菲特，征询巴菲特的想法。巴菲

特只是说：“决定权在你。”杰克·伯恩回答说：“啊，别这样说，你才是GEICO的控股人啊，你不可能什么意见也没有吧。”巴菲特什么也没有说，只表示要陪杰克·伯恩一起参加当晚的谈判。谈判在纽约的华尔道夫酒店举行，买家向巴菲特介绍了很多相关信息，充分地表达了自己的收购诚意，因为大家都知道巴菲特才是GEICO真正的控股人。可是巴菲特居然对买家说：“你找错人了，你要说服的人是他（指杰克·伯恩）而不是我。”杰克·伯恩感到十分惶恐，他把巴菲特拉到一边说：“你别不开口啊，要不你把自己的心理价位悄悄告诉我也行，我不能不经你的同意乱开价。”巴菲特还是没有开口，也没有给出任何暗示。杰克·伯恩说：“我简直没有办法相信。收购事宜事关几十亿美元，而巴菲特居然把决定权完全交给了我！”最后，杰克·伯恩按照自己的判断出价，这个价格超出了买家的预算，所以最终谈判没有成功，GEICO公司也没有被收购。无疑，巴菲特非常相信杰克·伯恩的判断，而且非常明确地向伯恩表达了自己的无条件信任。

实际上，巴菲特并不希望GEICO公司被收购，但是，他却完全没有表达自己的意见，因为巴菲特相信杰克·伯恩能够做出正确的判断。他对子公司管理者的这种无条件的信任使得杰克·伯恩这样的管理者倍加感激，从而加倍努力地工作。

巴菲特控股公司的收购行为和普通公司收购其他公司以期扩大公司规模的行为，两者间的区别还表现在：

·巴菲特会和他收购的公司形成终生的合作关系。一旦巴菲特收购一家公司，他和这家公司的合作关系常常是终生的。有时候，巴菲特控股的公司会暂时陷入亏损，亏损可能持续一个季度、一年甚至好几年的时间，但巴菲特从来不为此感到烦恼。只要巴菲特看好一家公司的长期发展，他不会因为公司暂时的亏损而将公司卖掉，而是和公司的管理层一起试图扭亏为盈。在一段相当长的时间以后，如果巴菲特认为公司真的已经无法起死回生

了，他才会考虑卖掉这家公司。在巴菲特经营他的联合有限公司以及他经营伯克希尔·哈撒韦公司的早期，巴菲特一直是这样做的。

上面的种种使得巴菲特能够成功地收购各种不同行业的公司。但对于一般的公司来说，收购与自己主业完全无关的公司往往意味着危险和失败。想把一家行业外的公司整合进原有的公司架构中是很困难的，具体原因如下：

·两家公司的文化可能截然不同，而改变一家公司的文化又非常不容易。

·在一家公司被收购后，公司的管理层往往要大换血，即使不换管理层，收购者也会改变被收购公司的未来发展计划。很多时候，这些变动只会给被收购公司带来负面影响。

·由于不熟悉被收购公司的真正价值，收购者常常会出价过高，花了冤枉钱。

·收购完成以后，被收购公司的创始人（或前CEO）往往会选择离开这家公司，这对被收购公司的士气和日常管理都不利，而且被收购公司的创始人（或前CEO）很可能加入别的公司（或成立新的公司）与被收购的公司竞争。一般来说，当两家公司签订收购协议的时候，收购者往往要求被收购公司的创始人或前CEO在未来几年中不得离开公司。在这几年中，收购者的管理团队会对前CEO的决策和计划进行各种阻挠和干扰，这种冲突对公司的发展毫无益处，完全是一种不必要的内耗。在这样的情况下，被收购的公司很可能会面临巨大的失败。在竞业禁止协议失效后，被收购公司的创始人或是前CEO常常选择离开公司，他们知道公司全部的商业秘密，能够轻而易举地成立新的公司和被收购的公司竞争。通用汽车公司（GM）收购美国电子数据系统公司（EDS）的时候就发生了这样的事情。竞业禁止协议失效后，美国电子数据系统公

司的前CEO就立刻和EDS公司的前高管队伍一起创办了佩罗系统公司。

•为了节约成本，收购完成后的第一件事往往是裁员。由于收购者对被收购公司的情况不够熟悉，一些很有经验的重要人员常常被裁掉了。这对公司的运营非常不利。当然，如果收购者有非常多的管理经验，他就能够通过裁员去掉冗余的编制、解雇能力差的员工，并保留那些有经验、有效率的工作人员。这样的裁员能够降低成本，增加公司的赢利。裁员是收购后整合被收购公司的重要步骤，也是考验收购者管理能力和经验的时刻。

如果你考虑投资一家公司，弄清这家公司收购方面的能力和水平是必要的。你应该认真研究公司过去的收购历史，看看公司是如何整合收购来的企业的？过去的收购项目是成功还是失败了？收购完成以后，营业额和利润如公司预期的那样上涨了吗？有没有失败的收购项目，最后只能被当作坏账冲销掉？如果公司过去的收购历史十分成功，收购来的企业总是能够给公司带来营业额和利润的增加，那么这是一个很好的信号。相反，如果公司总是收购一些不在自己专业范围内的企业（伯克希尔·哈撒韦公司那样的控股公司除外），那你就要格外小心了，务必认真地研究公司是否有能力对收购来的企业进行成功地整合。确实，有些公司会收购各种不同行业里的公司，以此来分担风险，这并非不可以，但是如果公司不具备整合这些收购来的企业的能力，如果公司过去的收购历史很不成功，那么这家公司就没有通过这一项测试。

问题5：

公司把营业额的百分之多少投入研究和开发环节？

对于绝大多数公司来说，研究和开发都是一个非常重要的环节。只有充分重视研发的环节，公司才能发明新的产品、升级已有的产品，提高生产效率、降低生产成本。

对科技型的公司来说，研发环节的重要性更突出。如果不能持续地投资于研发环节，公司很快就会被竞争对手打得头破血流，市场份额也会流失殆尽。就算一家公司的产品已经垄断了市场，仍然需要进行研究和开发。很多垄断公司会定期进行技术上的提高，停产旧的产品，推出更新和更好的产品，因为只有这样才能进一步扩大市场，提高营业额。微软公司就曾经有过这样的举措。当年，微软公司的MS-DOS操作系统垄断市场多年，是公司不倒的“摇钱树”。但即使市面上没有能和微软叫板的竞争对手，微软仍然要面对潜在竞争：当时，苹果公司正在大力研发图形化的操作系统，试图在苹果Mac电脑上率先推出这种划时代的操作系统。为了应对苹果公司的这一举措，微软也在研发上大下苦工，终于推出了自己的图形化操作系统——Windows操作系统。当然，随着Windows操作系统的推出，DOS操作系统的营业额和利润开始急剧下跌。但是，如果微软公司不这么做，它在操作系统市场上的份额就可能会被苹果公司全部抢走。

英特尔公司也是一个重视研发投入的公司，每一年，英特尔公司都会增投新的高速中央处理器（CPUs），以保护自己的市场份额。就算是看似和高科技不沾边儿的日用品生产厂商，也要持续不断地进行产品研发，力争不断开发出更新和更好的产品，以保持市场份额，或者开发新的市场，达到增加营业额的目的。比如说，主营剃须刀产品的吉列公司虽然已经在自己的行业内发展得十分成功，但仍然坚持不懈地研发新的产品系列，以保护自己已有的市场份额，同时试图蚕食竞争对手的市场份额。软饮料界的霸主可口可乐公司也从来没有在研发方面松懈过，不管经典的可口可乐产品有多么畅销，公司仍然不断地推出各种各样新口味的可乐，并且成功地发明了不含热卡的“零度”可乐，使得公司时刻保持很高的竞争力。

公司必须从营业额中拿出合理比例的一笔资金，把它投入到研发环节中去，不然公司就无法成功、健康地发展。当然，仅仅大量投资于研发部门，并不能直接增加公司的营业额。作为一个投资者，你还应该了解公司的研发效率如何？管理层有没有把钱用在刀刃上，使得研发投资取得令人满意的回报率？和其他投资一样，研发投资的回报率也是很重要的。当然，由于科研活动的性质，必然有一些产品的研发以失败告终，这是非常正常的。投资者应该问这样几个问题：所有投入研发的新产品中，有多大比例的新产品最终投入了市场？这些新产品又给公司的营业额和利润带来了怎样的影响？

考察一家公司的研发实力时，应该与同行业的类似公司作比较。竞争对手的研发成功率有多高？新产品带来的营业额和利润增长有多大？与竞争对手比，这家公司在研发方面是具有优势还是劣势？研发环节对一家公司的命运可能产生决定性的影响，苹果公司就是一个最好的例子。在过去的10年中，苹果公司之所以能不断取得骄人的业绩，靠的就是研发和创新：iPod、苹果音乐软件（iTunes）、iPhone，以及风靡全球的iPad，这些优秀产品的成功研发是苹果公司成功的基石。另一个有关于这方面的例子是3M公司。3M公司素以勇于创新、产品繁多而闻名于世，公司研发的数百种新产品在各种行业里都占据可观的市场份额。

巴菲特并不偏爱高新技术产业的公司，而是钟情于多年来一直致力于生产同一类产品的企业。巴菲特喜欢这种相对传统的企业，是因为这种企业的收入和利润往往相当稳定。抱着这样的投资原则，巴菲特选择了可口可乐公司、吉列公司、美国运通公司、华盛顿邮报等公司进行投资。但即使是这些公司，也需要往研发环节投入一定的资金，以开发必要的新产品和保持已有产品的竞争力。当然，这些相对传统的公司并不像苹果公司和微软公司那样，每年都需要有新产品面市。这些公司的研发步伐是相对缓慢的，只要能研发出一项成功的产

品，这个产品很可能就会长盛不衰。比如我们最熟悉的可口可乐，它已经有超过100年的成功历史了。

与这些传统行业相比，高科技公司的研发需求和压力则要大得多。不管一家公司之前推出的新产品多么成功，但这些产品的生命周期都不会太长。如果后续的研发跟不上，或者公司不能持续推出有竞争力的新产品，再成功的公司也会很快面临营业额下滑的困境。正是因为高科技产业这种高竞争、高风险的特点，所以巴菲特才不喜欢投资高科技产业。巴菲特一直回避高科技产业的另一个原因是，他认为自己不熟悉高科技产业，不具有这方面的专业知识，因此无法判断这类公司的前景。在投资一家公司之前，投资者应该认真研究公司之前的研发活动，看看研发活动的投入是否有效地提高了公司的营业额和利润。如果你能发掘出这样一家公司：没有研发投资，却在过去的5年甚至更长的时间内营业额每年增长15%或以上，那么恭喜你，你发现了一家非常有潜力的公司。如果这家公司也能通过股票研究清单上其他条目的考验，你就应该大胆地投资这家公司的股票。

第十一章
管理层：是否诚实和兑现自己的承诺？

当你发现一家高速发展的公司时，先不要急于投资。对于这样的公司，你首先应该搞清楚公司近几年来的发展状况，以及公司的管理层对公司未来的发展有着怎样的战略规划和具体计划。

问题1：

公司近几年的发展状况如何？管理层对公司未来的发展有什么计划？

让我们以餐饮业为例。不管一家餐馆目前的规模有多小，只要经营得足够成功，餐馆的所有者就可以利用这家餐馆营业所产生的现金流，辅以银行贷款或利用信用额度借款，在短时间内开设多家同城分店，迅速扩大经营规模。如果这些同城分店经营得顺利，餐馆的所有者可以进一步吸收私募股权投资，进一步把分店开到省内的其他城市。如果省内扩张也获得了成功，餐馆的所有者可以进一步地在公开市场上募集资金，向全美市场进军。

一般来说，在发展扩张的初期，一家餐馆的年增长率能达到20%或以上就非常可观了。面对这样的成功，餐馆的高级管理层可能会被胜利冲昏头脑，以致盲目地求大求快。比如说，管理层的野心可能很大，想在3年内把餐馆发展成全美连锁的企业。但是，经济状况是不断变化的，在餐馆扩张的过程中，美国国内的经济形势可能正好在逐渐放缓，导致现有分店的营业额可能不足以支持管理层的扩张计划。为

了解决这个问题，管理层会开始大量贷款，试图用借来的资金在短期内开设大量分店，这就使得企业的经验风险大大增加。雪上加霜的是，越是在公司高速发展的时期，管理层越容易过度自信，从而做出一些愚蠢的决定，并为此付出昂贵的代价。比如，公司可能会以高薪雇用一些不合适的人员，可能会把新店开在错误的地点，可能会忽略供应环节中潜在的问题，或者忽略新员工的培训和教育。这一切都会带来服务质量的下降，引起顾客的不满意和流失。在企业高速扩张的过程中，随着新店数目的增加，公司的营业额可能一直在上升，但高额的扩张成本和大额利息支出却可能让公司的利润率不升反降。如果这时候经济恰好开始走下坡路，这些问题会慢慢地把公司拖垮。面对经济的不景气，公司的营业额会开始下降，而处于发展扩张阶段的公司又很难在短时间内减少成本、缩小开支。用不了多久，公司就会无力履行债务合约，公司的股价也会因此一落千丈。随着财务状况的恶化，公司最终走向破产的深渊。在股票市场上，这样的例子数不胜数，很多雄心勃勃极力扩张的公司，就是沿着这样的轨迹最终一败涂地的。

作为一名投资者，你应该试图寻找稳健增长的公司，这些公司虽然增长速度并不惊人，却有着很好的稳定性和持续性。如果公司没有进行大量借债，而是通过现有业务产生的现金流来提供扩张所用的资金，那么这家公司是相对稳健、可靠的。也有一些公司靠贷款来进行扩张，只要负债的水平合理，也是可以接受的。通常来说，缓慢而稳健的扩张计划源于公司的管理层是谨慎而理智的，他们每一步都有着清晰、现实的计划。就餐饮业来说，这意味着每开一家新店，管理层都事先进行了充分的调查和研究，而不会盲目地敲定一个根本不合适的店址。因为扩张的速度适中，对于每家分店的管理人员，公司高层都会进行慎重的筛选；对于新招募的员工，也都有合适的前期培训。所有的这些措施，都保证了高水准的服务质量，也保证了顾客的满意度。这样的公司虽然在扩张，但是每一步都走得很稳健，随着规模的逐步扩大，营业额和利润将会稳健提升，股价也会逐步提高。长期来

看，这些稳健而谨慎的企业往往比急功近利的企业能够更好地回报股东。

在这一点上，布法罗鸡翅餐饮公司（BWLD）就是一个很好的例子。这家连锁餐馆每年新开分店的数量约为25家。在我写作本书的时候，布法罗餐饮公司已有652家连锁店，遍及美国42个州。该公司计划在5年内将分店数量增加到1 000家。这就是一种速度合理、十分稳健的扩张。布法罗餐饮公司的账面上有3 900万美元的现金（包括现金等价物）和6 300万美元的短期资产。也就是说，截至2010年9月，该公司的流动资产共计1.02亿美元。布法罗餐饮公司没有长期负债，短期负债额为3 200万美元。总体来说，布法罗餐饮公司发展稳健、财务状况优良，是一家非常适合长期投资的公司。

问题2：

该公司有没有与高管（或董事会成员）家属或亲戚的关联交易？

在投资一家公司前，你应该仔细阅读这家公司前3~4年的财务年报，看看公司是否存在关联交易。如果这家公司与公司高管（或其家属、亲戚）所开的公司有业务往来，那么这往往是一个很大的扣分项。你应该尽量避免投资这类公司。试想一下，如果公司的供应商是公司内部人员（或其家属、亲戚）所开设的公司，这中间很容易出现各种不公平交易的地方，采购价格可能会虚高，公司的利润率可能会因此下降，股价也会受到负面影响。

公司的年报中会有专门的部分来披露关联交易的信息。为了摸清公司的情况，你应该至少阅读它之前3~4年的年报。如果年报中披露的关联交易在逐年上升，你就要格外小心了。通常，年报里的信息是比较简要的，你应该挖掘其他的信息来源，深入分析这些关联交易的性

质。很多大公司都是因为关联交易的丑闻而倒闭的，安然公司的案例就是一个很好的教训。

另一个需要关注的问题是：公司的高管或董事会成员是否有向公司贷款的行为？如果答案是肯定的，那么这不是一家安全的公司，我强烈建议你不要投资这样的公司。美国世界通信公司的破产就和高管的不当行为有着不小的关系。

问题3：

公司财务年报的脚注部分，你是否读得懂？

当你阅读一家公司的财务报表时，千万不要忽略脚注的部分。如果你对财务和金融方面的知识有一定了解，你应该可以不太费力地读懂脚注部分的内容。如果某家公司财务报表的脚注根本不知所云，那么请不要在这家公司浪费时间了。这样的公司根本不值得你投资，赶紧寻找新的目标吧。有些时候，公司的管理层为了掩盖某些问题，会故意把报表的脚注部分写得非常复杂和晦涩。如果你明明有足够的财务知识，却仍然看不懂脚注，那很可能是公司的管理层不希望你看懂他们的报表。这样的公司显然是有问题的，是不值得信赖的。对于这个问题，巴菲特是这样说的：

> 不管你是想向股东解释保险公司的递延获得成本，还是想解释其他的财务问题，只要你愿意，总是可以用大家都能看得懂的语言把这些问题解释清楚。我认为不管多复杂的概念和问题，只要有心都可以解释清楚，如果脚注里的解释很不清楚，我认为这样的公司非常危险。如果我看不懂一家公司财务报表的脚注，我是绝对不会买这家公司的股票的。既然公司的管理者不希望我理解他们的经营情况，我又为什么要冒风险把钱投入这家公司。

作为一个实例，你可以去读一读可口可乐公司的财务报表以及固特异轮胎公司的财务报表。你会发现前者非常清晰易读，后者则相当晦涩难懂。

问题4：

在汇报公司运营情况的时候，公司的管理者是否诚实坦率？

阅读公司的年报和季报的时候，你应该特别留意公司管理层对公司业绩和运营状况的讨论和汇报，这是评估公司管理层的一个重要渠道。如果管理层报喜不报忧，只顾着吹嘘公司的成功和好消息，而对负面消息闭口不提或是遮遮掩掩，那么这家公司的管理层显然是不够坦率、不够诚实的。对任何一家公司来说，股东才是公司真正的主人，而管理层只是为股东打工的“管家”，如果“管家”对主人欺瞒哄骗，显然这样的“管家”是不合格的。优秀的管理层应该坦诚地对待股东，真正地把股东当作公司的所有者，不管是好的结果还是坏的消息，都应该及时、坦诚地告诉股东，这样的公司才是值得投资的好公司。其实，只要多留心收听公司的电话新闻发布会，你就能对管理层的风格和品性做到心中有数，也能真实地掌握公司的经营状况。如果管理层面对负面的、尖锐的问题，能够不躲闪、不遮掩、诚实坦率地做出回答，那么这样的管理层通常是值得信赖的。

巴菲特对自己的股东就非常坦率。只要读一读他的公司年报，就能清楚地感受到这一点。当公司的业绩良好时，巴菲特会毫不掩饰地表扬子公司的CEO们。而当巴菲特自己犯了错误时，他也会在公司的年报里和股东大会上非常坦率地承认错误。

对于自己投资上的失误，巴菲特曾做过这样的公开表态：

当然，很多人可能都想问我：为什么我曾在1978~1980年间睿智地以每股43美元的价格卖掉大都会传媒公司的股票，而现在却要以每股172.50美元的价格重新买入大都会传媒公司的股票？我知道你们会问这个问题，事实上我花了很多时间试图给出一个合理的答案。但结果我能给出的答案就是："啊，请再给我一点儿时间想一想吧。"

在巴菲特买入康菲石油公司的股票后，他认识到自己在这项投资上的失误，并且在公司的年报里公开承认了错误。巴菲特在年报里表示，他购入康菲石油公司股票的时机完全不对，当时的石油价格太高，并不是买入石油公司股票的好时机。

只有勇于承认错误的管理者，才能诚实地面对股东，把股东当作公司真正的所有者。作为伯克希尔·哈撒韦公司的管理者，巴菲特总是在每年的股东大会上诚实、坦率地向股东们通报公司的情况。正是因为这样，每年参加伯克希尔·哈撒韦公司股东大会的大小股东都多达6万人。

问题5：

公司的高管具有不遗余力地追求成功的品质吗？

不同的人有不同的性格和行为方式，追求成功的人总是在各个方面不遗余力地想要成为赢家。如果一家公司在本书所列的股票研究清单中的所有条目上都是合格的，同时公司的高管还具有不遗余力地追求成功的品质和性格，那么，你可以放心地认定，这家公司真是一个大宝藏，买它的股票准不会错。你可以去研究任何一家公司的成功史，这些公司都是从零做起，慢慢发展成几十亿甚至上百亿美元市值的公司的，而这一切的背后，无一例外都站着一位不遗余力地追求成功的首席执行官或公司创始人。关于这一点，各行各业中的例子简直

数不胜数：比尔·盖茨创办了微软，沃伦·巴菲特建立了伯克希尔·哈撒韦，山姆·沃尔顿创建了沃尔玛，理查德·布兰森缔造了维珍集团，华特·迪士尼打造了迪士尼集团，史蒂夫·乔布斯书写了苹果公司的神话……这些人的性格可能各不相同，但他们都有一个共同的特点：竞争意识强，凡事都不遗余力地追求成功。研究一下这些人的人生经历你会发现，他们不管做什么，都非常努力地想要成为赢家。比尔·盖茨的个性非常好强，就是玩一个小游戏，他也会用尽一切方法取得胜利。即使在公司的联谊会等内部场合，比尔·盖茨也会非常认真地参与游戏，力争获胜。巴菲特的“游戏”则是投资，在他的投资游戏里，巴菲特争强好胜的心性非常重：他不断地滚雪球，不断地制造更多的财富，他不是为了有钱花，而是因为这个过程是一个不断品尝胜利的过程。巴菲特说他赚钱是为了证明自己是这个游戏的赢家，这一点让他觉得很快乐。

巴菲特的女儿曾经这样评价自己的父亲：“对我的父亲来说，这一切都是游戏，而钱就是游戏的计分筹码。父亲挣钱不是为了钱本身，而是为了获得游戏的胜利。父亲生活简朴，根本不喜欢花钱，他是那种一件衣服穿到破、一辆车一直开到报废的人。”

对于投资者来说，你就是要寻找并投资由这种性格的人经营的公司。一家公司一旦有了这种高管，公司就能长期地给股东带来很大的收益。不遗余力地追求成功的管理层，会吸引同样性格的员工，而这样的员工正是最有竞争力、最有效率的。从心理上来说，追求成功的人总是喜欢与同样性格的人为伍，他喜欢被同样追求成功的人所领导，也会选择有这种氛围的公司。这样的人工作努力，而且因自己所做的工作而骄傲。这样的公司是非常有潜力的，让我们来看一看这种公司的业绩如何。

沃尔玛公司（WMT）的股价走势见图11－1。

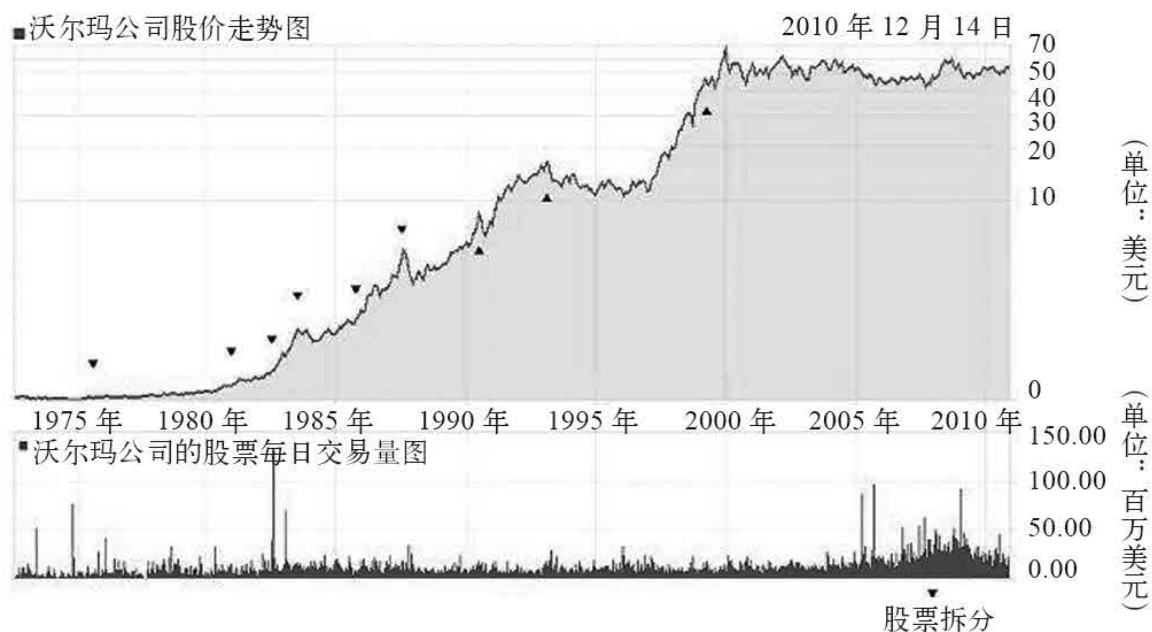


图11–1 沃尔玛公司的股价走势和日成交量图

1972年8月，沃尔玛的股价是每股0.05美元（根据股票分割的情况调整后的价格）。到了2010年12月，沃尔玛的股价已经涨到每股54.16美元了。也就是说，2010年年底的沃尔玛股价是1972年的1 083.2倍。如果你在1972年买了1万美元的沃尔玛股票，并且一直持有，那么到了2010年年底，你的这笔投资的价值为1 083万美元，复合年平均收益率高达20.18%。截至2010年12月，沃尔玛公司的总市值是1 958.6亿美元。因为公司已经非常成熟，所以如果你现在投资沃尔玛的股票，你不可能在未来的38年内获得1 083倍的回报。你要做的并非赶紧购入沃尔玛公司的股票，而是在纷繁复杂的股市中找出下一个“沃尔玛”。

迪士尼公司（DIS）的股价走势见图11－2。

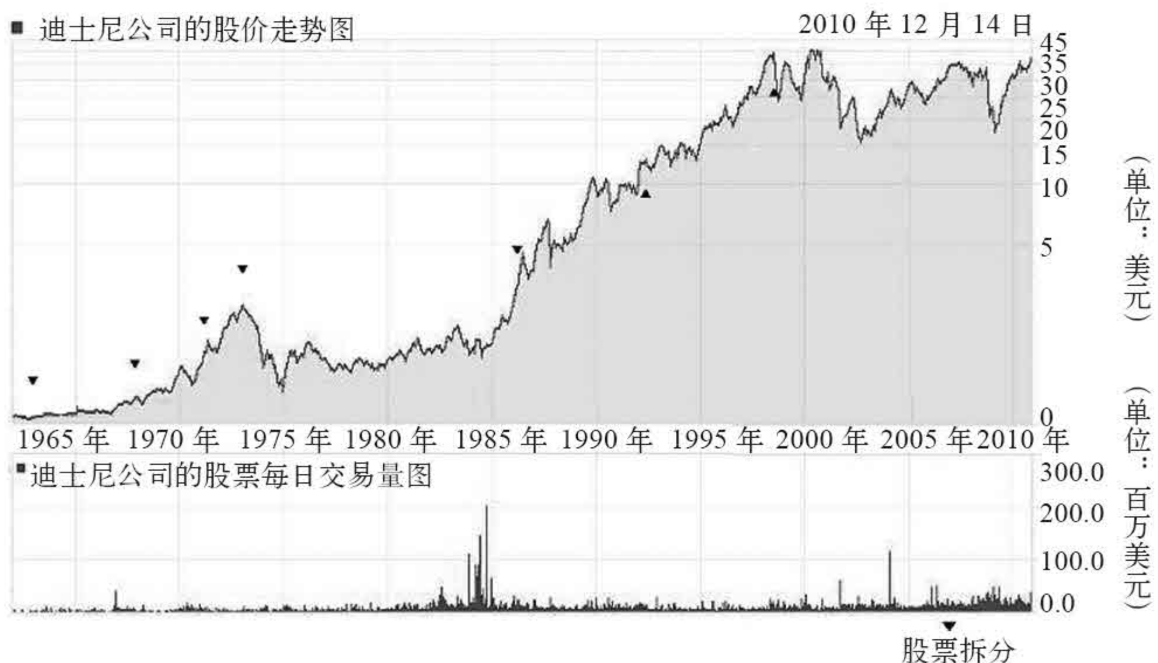


图11–2 迪士尼公司的股价走势和日成交量图

1962年2月，迪士尼公司的股价是每股0.07美元（根据股票分割的情况调整后的价格）。到了2010年12月，迪士尼公司的股价已经涨到每股37.24美元。也就是说，2010年年底的迪士尼公司的股价是1962年的532倍。如果你在1962年买入1万美元的迪士尼公司的股票，并且一直持有，那么到了2010年年底，你的这笔投资的价值为532万美元，复合年平均收益率高达13.96%。截至2010年12月，迪士尼公司的总市值达到了702.9亿美元。

想象一个30岁的年轻人，他仍有机会在股市中发现下一个“沃尔玛”或者“迪士尼”。只要有这样的眼光，他就可以投资这样一家公司，并在未来的30~40年的时间内一直持有该股票。那么，到这个年轻人退休的时候，他一定已经拥有了可观的财富，可以放心地开始享受富足的退休生活。我建议投资者们看准一两只有潜力的股票，买入以后就不再出手，一直把这几只股票保留在自己的投资组合里，作为你的“永久持有股”。事实上，巴菲特就是这么做的。巴菲特的“永久持有股”包括华盛顿邮报公司、富国银行，以及可口可乐公司的股

票。当被问到为什么要永久持有这些公司的股票时，巴菲特表示最主要的原因是他喜欢这些公司的管理层。

问题6：

公司公布的财务数字和他们向证券交易委员会报备的数据一致吗（尤其是和他们的纳税情况一致吗）？

这是一个很简单的测试，比较公司发布的财务数字和公司提交给证券交易委员会的报备文件，就可以很清楚地看出公司的管理层是否诚实。应该特别注意的是，在公司发布的财务数据以及提交给证券交易委员会的报备文件里（比如10－Q文件和10－K文件），都会列出公司缴纳税款的数额。这两个渠道列出的纳税数额应该是一致的。如果这两个数字不一致，公司很可能是在玩手段虚报业绩，我强烈建议你不要投资这样的公司。

问题7：

公司的管理层是否能够兑现自己的承诺？

当你研究一家公司的年报和经营情况的时候，你应该特别注意检查管理层是否兑现了自己之前许下的承诺。通常，管理层可能对如下问题做出承诺：

- 展望公司未来的赢利情况。
- 对公司利润率的预期和计划。
- 对公司目标增长率的预测和承诺。
- 未来5年内的发展计划和目标。

现在，让我们来详细看看这几个方面。

有些公司从来不对公司未来的赢利情况作任何的展望和承诺，比如巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司就是这样的，这种情况是完全可以接受的。当巴菲特进行投资的时候，他考虑的是如何使公司和股东的长期回报率最大化。因为巴菲特并不着眼于短期的回报率，所以公司从不展望近期的赢利状况是十分合理的。

当然，大多数公司会对公司未来的赢利状况进行一定程度的展望和承诺。当你研究这种类型的公司时，你应该详细地了解管理层过去的承诺和公司的实际业绩之间有着怎样的关系。如果管理层总是低估未来的业绩，也就是说实际的赢利情况总是好于管理层的展望，那么这是一家谨慎、可靠的好公司。投资于这样的公司有很多好处，因为管理层承诺的少，投资者的期望也就比较低。而当实际的业绩出炉并且超过投资者的预期时，公司就会超过市场的预期。这样的公司能登上报纸的头条，获得很多的正面报道（媒体通常会使用“赢利惊喜”之类的标题）。这样的正面报道常常能使股价飙升10%~20%。

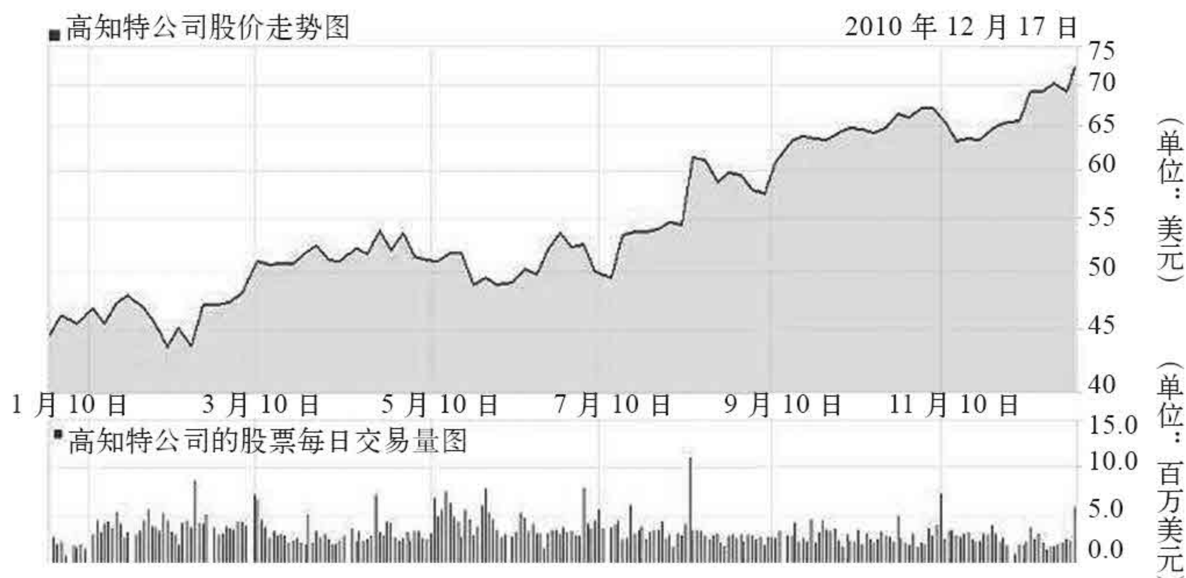


图11–3 高知特公司2010年的股价走势和日成交量图

保守的展望和超预期的实际业绩是非常好的情况。在这方面，高知特公司是一个非常典型的例子。高知特公司的传统是作赢利展望的时候非常保守，而实际的业绩几乎总是超过预期。2010年8月3日，高知特公司公布该年第二季度公司的赢利情况。季度营业额比上一个季度上升了15%，比2009年同季度上升了42%。在消息发布的前一天，也就是2010年的8月2日，高知特公司股票的收盘价是每股55.42美元。而第二天消息一经公布，股价立刻上升，并以每股60.62美元报收。也是说，一天之内，高知特的股价上涨了9.38%。如果你研究一下这家公司的财务历史，你会发现绝大多数的时候，公司公布的实际业绩总是能超过之前的预期。图11－3是高知特公司在2010年的股价走势。

2009年12月~2010年12月，高知特公司的股价从每股45.33美元涨到了每股72.20美元。这一年的回报率是59.27%。显然，公司持续地产生超预期的业绩，公司的股东是能够从中大幅获利的。

对于专业的投资机构来说，它们往往需要使短期收益最大化，以此来满足现有的客户，并吸引新的客户。大型的共同基金和对冲基金的经理几乎无一例外地着眼于投资的短期收益。这样的投资理念使得这些投资者不断跟风，追逐那些赢利超过预期的公司，并试图从这样的“动量效应”中获利。正是因为这类投资者的存在，一家公司一旦公布出“赢利惊喜”，股价就会在短时间内飙升10%~20%。当然，买入的热潮通常只会持续几周。几周以后，这些股票往往会经历价格的小幅下跌。

如果你已经是这家公司的股东，你已经持有了这家公司的股票，你应该怎么办？很简单，你只要继续持有这家公司的股票就好了。如果你正打算投资这只股票，你又应该怎么办呢？你应该避免在公司刚刚宣布好消息的这几周买入；而等到最初几周的狂热期过去，股价出现缓慢小幅下跌时，你就可以入手了。一般来说，大部分公司都有对未来赢利状况的展望和承诺，但并不是所有的公司都能兑现之前的承

诺。在作股票研究的时候，你一定要搞清楚公司的管理层之前对于毛利润和净利润分别做过什么样的展望，以及这些承诺的兑现情况究竟如何。

比如说，我们看一看沛特尼公司（iGATE）的例子。这家公司的利润预期是40%和20%。也就是说，公司计划达到40%的毛利率和20%的净利率。历史上，该公司一直能够达到它的既定目标。iGATE公司的股价图如图11－4所示。

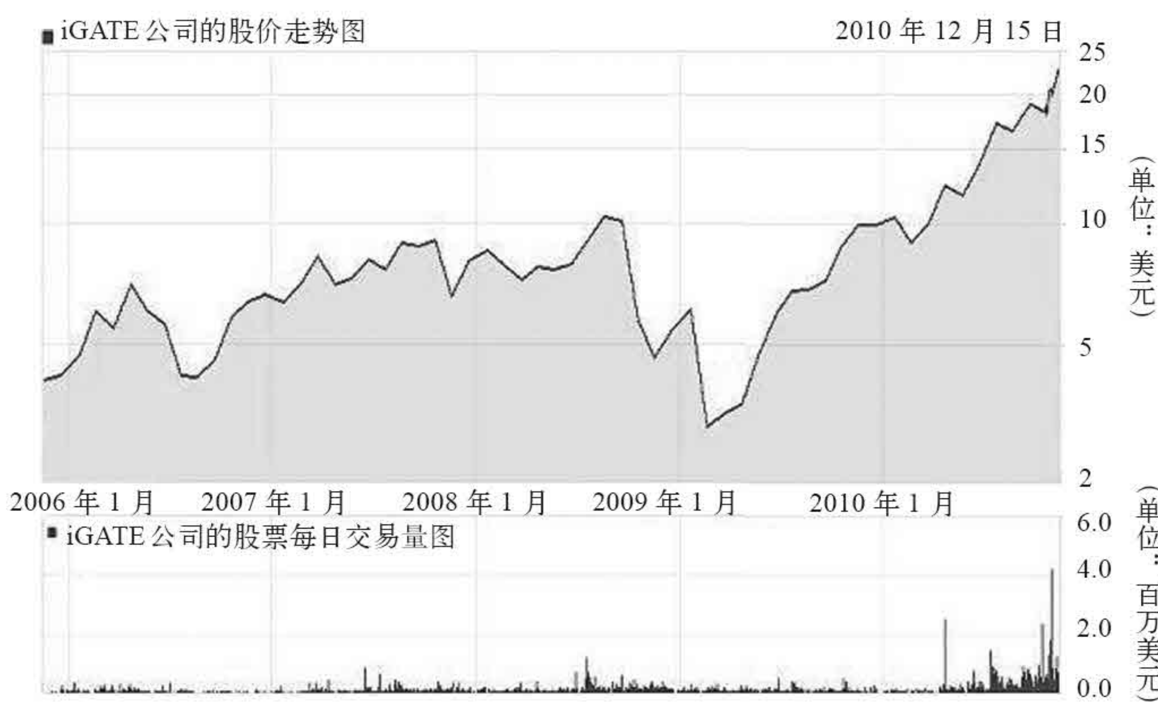


图11–4 iGATE公司的股价走势和日成交量图

除了展望赢利情况之外，几乎每家公司都会对公司的增长速度做出预测。在进行股票研究的时候，你还应该弄明白公司的实际增长率和展望增长率是否相符。如果公司总是能兑现管理层所承诺的增长率，那么这是一件很好的事情。对于这样的公司，投资者可以比较安全地预测出公司未来的业绩，投资者的收益也相对有保障。

让我们再来看看之前提到过的布法罗鸡翅餐饮公司的股价情况。布法罗餐饮公司曾经宣布，计划每年至少让公司的净利润增长20%。实际情况是，布法罗餐饮公司确实兑现了这一承诺，公司的实际增长率与预期的相一致。实际上，如果公司偶尔未能兑现关于利润率的承诺，这是完全可以接受的。布法罗餐饮公司也曾有一个季度的增长率低于预期。这种情况一旦发生，股价往往立刻会受到重创。而作为公司的长期股东，这时候不仅不应该慌乱抛售，还应该看准时机增持该公司的股票。

布法罗餐饮公司的股价变化，如图11－5所示。

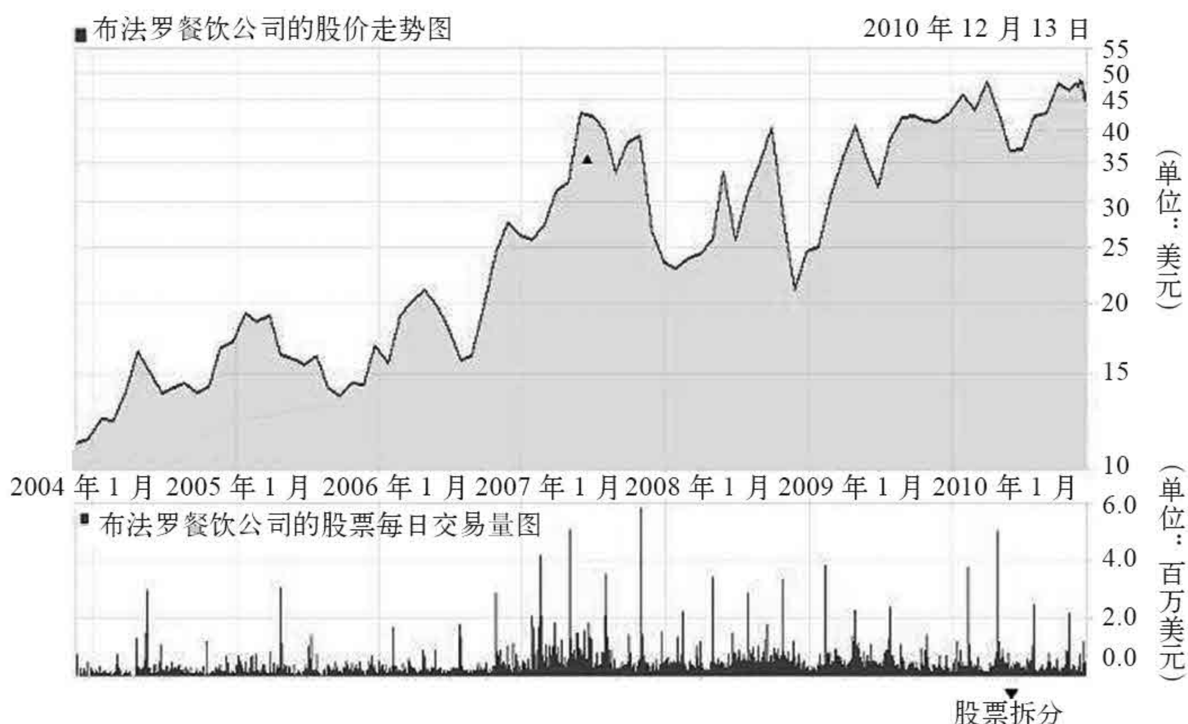


图11–5 布法罗餐饮公司的股价走势和日成交量图

有些公司会公布对未来3~5年赢利情况的预测。通常，公司每一季度都会更新这些信息，作为投资者，你应该及时获知这些信息。比如说，美国特雷克斯公司曾宣布，公司将在2013年年底把公司的营业额和利润扩大一倍，也就是说到2013年年底，公司的营业额应该达到130亿美元，销售利润率应该达到12%。在这一消息公布以后，特雷克斯公

司的业绩基本按照这个预期发展。在2008年的金融危机中，该公司的股价因为大环境的影响而急剧下跌。但是从2010年下半年开始，公司已经开始进入恢复期，营业额也开始上涨。

特雷克斯公司的股价走势如图11－6所示。我们可以看到，2009年12月~2010年12月，特雷克斯的股价从每股19.81美元涨到了每股28.64美元，这一年内的涨幅就达到了44.57%。

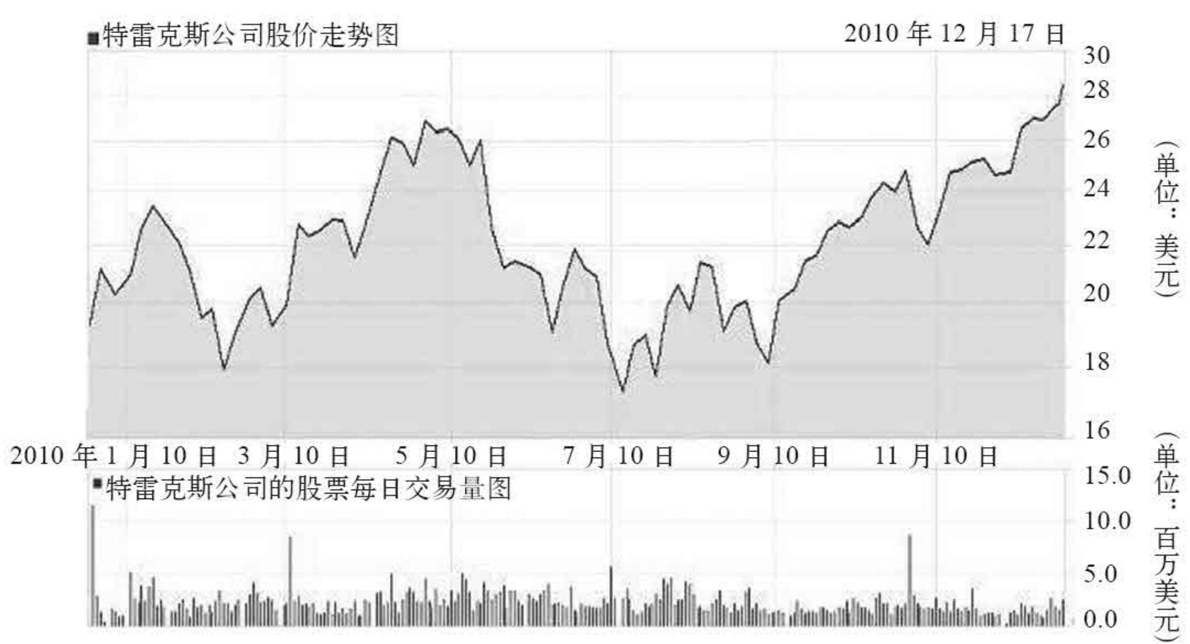


图11–6 特雷克斯公司的股价走势和日成交量图

第十二章
股息的派发情况：稳定增长还是逐年下滑？

如果一家公司的经营状况平稳，能够产生稳定数目的现金流，同时管理层认为并没有什么合适的机会能把手头的现金进行再投资，那么，这样的企业通常会选择把这些多余的现金以股息的方式直接发放给股东。如果你希望自己的投资组合在升值之余还能定期产生一些现金收入，那么，你可以选择这些经营状况成熟、定期发放股息的企业的股票进行投资。只要购入这样的股票并长期持有，你就能定期收到公司的股息，达到你的投资目标。

问题1：

如果你是冲着一只股票的股息而购买这只股票的，那么首先你应该弄清楚：公司过去发放股息的历史如何？股息是否稳定，甚至逐年增长？有没有出现过停发股息的年份？

如果你的目标是寻找一家能稳定派发股息的企业进行投资，那么你需要注意以下几个要点：

- 这家公司应该是一家成熟、稳定的公司，公司的经营活动应该能够产生长期稳定的现金流。

• 这家公司过去派发股息的历史应该没有瑕疵，不应有停发股息或股息减少的记录。每家公司都会受到经济大环境的影响，而经济周期又总是在繁荣、放缓、衰退和萧条之间不断地循环。如果一家公司在任何经济环境下都能稳定地派发股息，那么这家公司基本上是符合你的投资要求的。

• 如果这家公司经常提高股息，那么这是一家很适合追求股息的投资者投资的公司。

为了获得更高的股息率，即使你的目标是追求股息而非股价升值，你同样也要注意股票的买入价。与前文反复提到的理念一样，你应该找准市场低估这只股票的时机，趁其他投资者抛售的时候，以低价买入这只股票。2008年第四季度至2009年第一季度，因为市场的原因，很多定期派息的股票都跌入了价格的低谷，变得相当便宜。如果一位投资者能够在这样的时机购入这些派息股票，那么他们很可能会获得非常高的股息率。

定期派息的股票中有很多优秀的、值得投资的股票。我们熟悉的可口可乐公司的股票就是一个很好的例子。让我们来看一看可口可乐公司在2000~2009年的股息派发情况。

表12–1 可口可乐公司的股息派发情况

年份	股息（美元）
2000	0.68
2001	0.72
2002	0.80
2003	0.88
2004	1.00
2005	1.12

年份	股息（美元）
2006	1.24
2007	1.36
2008	1.52
2009	1.64

可以看出，在这10年间，可口可乐公司的股息逐年增长，每年的平均涨幅高达9.2%。可口可乐公司从1893年就开始派发股息，公司股票的股息率是2.70%。除了能够定期获得稳定的股息之外，因为可口可乐公司仍在发展和扩张，公司的股东还能够通过股价的上涨获得资本增值。

我们已经了解可口可乐公司的情况了，现在，我们又要来对比一下我们的老朋友固特异轮胎公司了。固特异轮胎公司曾经的股息派发情况如下，出于对比的目的，我们应该列出它在2000~2009年的股息，但遗憾的是，固特异轮胎公司在2002年之后再也没有派发过股息。

固特异轮胎公司的股息派发情况如下：

表12–2 固特异轮胎公司的股息派发情况

年份	股息（美元）
2000	1.20
2001	1.02
2002	0.48

显然，固特异轮胎公司派发的股息不仅没有出现上升，甚至连保持稳定都做不到，股息逐年下降，最终竟然完全停发。显然，固特异

轮胎公司不能通过这一项测试，追求股息的投资者不应该投资这类公司的股票。

问题2：

公司派发的股息占公司赢利的比例是多少？占公司营业收入的比例是多少？这个比例大吗？

当你试图挑选一只派息的股票时，记住：在其他情况相同的前提下，股息占公司营业收入的比例越小，这只股票就越值得投资。这是因为，经济形势、行业环境等因素都在不断变化，有时公司难免会经历一些困难和波动，在这样的情况下，股息占公司营业收入和赢利的百分比越小，股息的“安全缓冲层”就越厚，公司派发股息的计划也就越不容易受到影响。如果公司的股息占赢利或营业收入的很大比例，那么公司一旦遇到困难，就不得不立刻减发甚至停发股息，以减少现金支出，帮助公司渡过难关。我们把股息和公司赢利的比值称作股息支付率：

股息支付率 = 每股股息÷每股收益×100%

股息支付率越低越好。比如说，经过研究，你发现一家公司的股息支付率约为50%。这就意味着，这家公司每年把1/2的赢利以股息的形式派发给公司的股东。也就是说，一旦公司陷入了困境，它有50%的“安全缓冲层”来保护你应得的股息不受影响。再假设另一家公司的股息支付率是80%~90%，那么这家公司就比上述那家公司要危险得多，因为一旦公司的业绩下滑，它的“安全缓冲层”只有10%~20%。当经济陷入萧条，公司的利润下降幅度很可能会超过20%，这种情况一旦发生，公司就不得不减发股息了。很显然，这对投资者，特别是追求股息的投资者来说是非常不利的，如果你是这个类型的投资者，你就应

该极力避免投资这类公司。雪上加霜的是，一旦公司宣布减发或停发股息，公司的股价往往会随着这个消息的公布而大幅下挫。作为追求股息的投资者，你受到的打击是双重的：一方面，你失去了预期的现金收入（股息），另一方面，股价的下跌还意味着本金的损失。

现在，作为一个具体的例子，让我们来看一看可口可乐公司2000~2009年间的股息支付率。

表12–3 可口可乐公司的股息支付率

年份	股息支付率（%）
2000	77
2001	45
2002	50
2003	50
2004	50
2005	55
2006	57
2007	53
2008	61
2009	56

简单计算一下就会发现，可口可乐公司这10年间的平均股息支付率是55.4%。

这个比率是相当不错的。前面我们提到过，可口可乐公司在1893年就开始支付股息，并且2000~2009年间股息的年平均增长率达到了9.2%。现在我们又看到，可口可乐公司的股息支付率十分稳定。在股息这一项的表现上，可口可乐公司可以说是相当出色。可口可乐公司

轻松地通过了我们的本项测试。而且，正如前文所说，可口可乐公司的业务仍在发展和扩大，公司的股东不仅能收获稳定的股息，还能享受长期的资本增值，这一点相信在未来也会继续保持。

第十三章
发现隐形资产：公司价值是否被低估了？

除了资产负债表上列明的资产，有时公司还会有一些隐形资产。很多时候，华尔街的投资人会忽略某些公司的某些隐形资产，于是，这些公司的股票价格也就被市场所低估。如果你有一双慧眼能够敏锐地找到这类公司，并投资它们的股票，那么长期来看，你必然能够获得丰厚的回报。

问题1：

公司是否存在隐形资产？这些隐形资产是否被华尔街的投资人所忽略？

在这个问题上，从事开采自然资源特别是金矿的企业可以为我们提供一个很好的例子。2009~2010年，国际黄金价格大涨。金价飙升的原因，是因为美联储实施了量化宽松政策，导致中国和印度等国家对黄金的需求大幅增加，黄金的供应随之陷入短缺。随着金价的飙升，金矿开采业的利润也大幅攀升，金矿企业的股票价格一路走高。

有时候，华尔街的专业投资者们并不能很好地认识到某些资产或资源储备的真正价值，于是相关的证券也就被市场低估了。在这样的情况下，你应该在价格被低估的时候，抓住机会买入这些股票，然后静等股价反弹。当金价（或其他商品——如原油、粮食、棉花等——的价格）持续低迷时，很多投资者会觉得价格将永远维持在较低的水

平上。随着等待的时间越来越长，这些投资者也越来越沉不住气，最终他们失去了耐心，以低价抛出了手上的股票。其实，只要你对价格有着正确的判断，你就应该坚信这些商品的价格会再次回升，当价格回升的时候，也就是低价买入这些股票的精明投资者们开始大幅赢利的时刻。

另外一种隐形资产是著名商标的潜在价值。让我们以可口可乐公司为例。如果你看看可口可乐公司的资产负债表，你会发现这份报表上并没有“商标价值”这一项目。但是，想想“可口可乐”这个商标有着多大的价值吧。“可口可乐”这个品牌已经有超过100年的历史，在这100多年间，可口可乐公司进行了大量昂贵的市场推广和品牌宣传活动，这些投资其实都化作了隐形的价值，存在于“可口可乐”的商标和品牌形象中。我个人认为，“可口可乐”这个品牌在软饮料界至少还可以再称霸100年。

房地产也是隐形资产的一种形式。这里，我们又要拿著名的麦当劳公司作为例子了。我们都知道麦当劳的主业是做汉堡和卖快餐。但是，令很多人没有想到的是，无论麦当劳在哪里开设一家分店，都代表公司在扩大主营业务的同时也悄悄地圈下了一块土地。麦当劳公司是这些土地的所有者，并以租赁的形式把使用权交给这些分店。然后，在经营快餐业的同时，麦当劳也在坐等土地升值，每年的租赁收入也是很大的一笔资金。然而，在麦当劳的资产负债表上，很多房地产类的资产并没有显示出来，因为这些资产都已经被销账了。

1960~1980年，很多报纸的发行商都有一种特殊的隐形资产，因为物流等因素的限制，有的村镇的居民只能看到一份报纸。只要你生活在这个村镇里，你就没有其他选择，必须订阅某一份报纸；而想向这里的居民宣传自己产品的商家也没有其他选择，只能在这份特定的报纸上发布广告。因为这种垄断，报纸的发行商可以随意提高价格，却不会使客户流失。这种垄断地位有着很高的价值，却不会被记在资产

负债表上，也就成了隐形资产。当然，随着技术的发展，网络和电子设备日益普及，物流也变得更有效率，如今的报纸已经很难有当年那种垄断地位了。

沃伦·巴菲特一贯非常重视公司的隐形资产，他很喜欢投资这种拥有隐形资产的公司：

> 曾经出现过这么一个未经证实的谣言：据说巴菲特曾经说过，拥有一家具有垄断地位的报纸，就和拥有一座政府不加管制的收费桥梁一样好。这个谣言使得巴菲特受到了很多的攻击。在法庭上，有人用这个谣言来质问巴菲特。对此，巴菲特回应道："我确实说过，在通货膨胀的情况下，如果一座公路桥不受政府管制，又可以收费的话，那么这座桥非常值得买入。"
>
> 于是，对方的律师问道："为什么你会这么说？"
>
> 巴菲特回答说："因为资本投资是一次性的。桥已经建好了，后续的费用可以忽略不计。剩下的就是不断地收费，不断地赚钱了。"

问题2：

公司的应收账款净额是否只占总资产很小的比例？

公司的客户应该付给公司却还未付清的款项叫作"应收账款"，换言之，这是客户欠公司的钱。应收账款总额减去坏账，剩下的数额就是应收账款净额。

如果公司在该行业内具有可持续的竞争力，那么公司的应收账款净额只应该占总营业额的很小的部分。因为这些有竞争优势的企业的客户通常很快就能付清公司的应收账款。

而另一方面，如果公司的实力不足，或者行业的竞争压力很大，那么公司为了吸引或挽留客户，通常会延长客户付款的时限。比如说，信息技术咨询业就是一个竞争十分激烈的行业。在信息技术咨询业，通常客户并不是直接与业务承包商签订合同的，而是通过一个有中介性质的公司，即“供应商”。供应商直接和客户联系，把承包商介绍给客户，然后由承包商的信息技术咨询师们具体帮客户解决问题。每月结算的时候，信息技术顾问会统计出该月的工作时间，上报给咨询公司（即供应商），咨询公司则根据工时向客户发出账单。通常，客户不会马上付钱，而是有30天的延付期，这是信息咨询业的行业习惯。实际上，供应商并不能拖30天才付钱给提供咨询服务的咨询师。通常，咨询师的报酬是每月甚至每半月一结，那么，咨询公司怎么处理时间差的问题呢？他们通常会向银行申请短期贷款，用借来的钱先支付咨询师的报酬。然后，等客户将账单付清，咨询公司再用客户支付的款项来偿还银行的贷款。

前面已经说过，信息技术咨询业的竞争压力很大，而且这个行业的进入壁垒很低。基本上，你只要有一些客户关系，任何人都可以随时开一家咨询公司，将承包商介绍给客户。假设一家新的供应商（咨询公司）进入了这个行业，并决定把客户付款的期限由30天延长到60天。这一举措对客户是很有吸引力的，因为后付钱总是比先付钱好。

那么，信息技术咨询业里既存的供应商应该怎么应对呢？为了留住客户，供应商要么也把付款期限延长到60天，要么就要想办法把价格降得比新的竞争对手低。如果这两点都做不到，客户就会转投上述这家新开张的咨询公司。当然，新开张的这家咨询公司也明白这个道理，他们也会试图压低成本向客户提供更低的价格。于是，价格战打响了，竞争达到了白热化，从咨询公司的角度来说这是很糟糕的，价格战意味着利润率的下降，甚至亏损。所以，从投资者的角度来看，很明显我们不想投资这种高度竞争的行业。

如果你发现一家公司的应收账款净额占营业额的很大一部分，你就应该格外小心了，你至少应该仔细研究该公司的处境和情况再作投资的打算。如果你发现公司的应收账款净额在短期内突然上升了，那么这是一个警报，因为这说明公司的产品或服务需求不高。为了保持销量和挽留客户，公司不得不延长客户（或者零售商、分销商）的还款期限，允许客户拖延付款时间。竞争优势大、客户需求旺盛的企业通常是不会出现这种情况的。

除了应收账款净额，你还应该关注应收账款净额的增长率。比较一下，应收账款净额的增长率和销售额的增长率之间存在什么关系。比如说，如果一家公司的销售额平均每年增长10%，那么在正常情况下，应收账款净额的增长率也应该约为每年10%。如果你发现某家公司的销售额年增长率是10%，而应收账款净额的年增长率却高达20%，那么这也是一个警报。这说明公司在延长客户的还款期限，与上述内容相同，这通常意味着公司的竞争力不足、产品需求低迷。显然，这对投资者来说是很不利的，投资这样的公司要特别谨慎。

说完了上面的这些道理，现在我们来看看实例。还是以可口可乐公司为例，我们来看看可口可乐公司在2002~2009年的应收账款净额占销售额的比例是多少。我只列出了8年的数据，是因为无法查到2001~2010的完整数据。

可口可乐公司2002~2009年的数据如下表所示：

表13–1 可口可乐公司应收账款净额与销售额的比例（2002~2009年）

年份	应收账款净额（百万美元）	销售额（百万美元）	应收账款净额/销售额（%）
2002	2 152	19 564	11.00
2003	2 152	20 857	10.32
2004	2 313	21 742	10.64

年份	应收账款净额（百万美元）	销售额（百万美元）	应收账款净额/销售额（%）
2005	2 353	23 104	10.18
2006	2 650	24 088	11.00
2007	3 373	28 857	11.69
2008	3 141	31 944	9.83
2009	3 813	30 990	12.30

不难看出，可口可乐公司在2002~2009年间应收账款净额和销售额的平均比值是10.87%。这个比值不高，从投资者的角度来看是完全合格的。而且可口可乐公司的应收账款净额和销售额的比值一直都比较稳定，大约保持在10%~12%，这也是非常令人满意的。

根据上表的数据，我们还可以计算出可口可乐公司应收账款净额的年均增长率和销售额的年均增长率：这8年中，可口可乐公司销售额的年均增长率是5.91%。应收账款净额的年均增长率是7.41%。

可以看出，应收账款净额的年增长率和销售额的年增长率并不是完全一致的，但是差别很小，只有1.5%（7.41% – 5.91% = 1.5%）。

我们可以对固特异轮胎公司进行同样的分析。固特异轮胎公司在2002~2009年的应收账款净额和销售额的数据如下：

表13–2 固特异公司应收账款净额与销售额的比例（2002~2009年）

年份	应收账款净额（百万美元）	销售额（百万美元）	应收账款净额/销售额（%）
2002	1 540	13 856	11.00
2003	2 745	15 102	18.18

年份	应收账款净额（百万美元）	销售额（百万美元）	应收账款净额/销售额（%）
2004	3 542	18 353	19.30
2005	3 288	18 098	18.17
2006	2 898	18 751	15.46
2007	3 191	19 644	16.24
2008	2 610	19 488	13.39
2009	2 650	16 301	16.26

通过简单的计算我们可以得出，固特异轮胎公司在2002~2009年应收账款净额和销售额的比值保持在11%~19%，平均比值是16.01%。

我们还可以计算固特异轮胎公司在2002~2009年中销售额和应收账款净额的年均增长率：销售额的年平均增长率为2.05%，应收账款净额的年平均增长率为7.02%。

应收账款净额的年均增长率和销售额的年均增长率不是完全一致，差别是4.97%（7.02% – 2.05% = 4.97%）。

我们来比较一下可口可乐公司和固特异轮胎公司的数据。

应收账款净额和销售额的比值：

可口可乐公司：10.87%

固特异轮胎公司：16.01%

应收账款净额的增长率和销售额的增长率的差距：

可口可乐公司：1.5%

固特异轮胎公司：4.97%

在这一项测试中，显然还是可口可乐公司优于固特异轮胎公司。

问题3：

公司的员工养老金资产是否高于公司的既得给付义务？

大部分公司都要向员工提供一定的医疗保险和养老金。有的公司不仅要对现有的员工提供这些福利，对已经离职的员工也有这方面的义务。当然，这些福利能够提高员工的忠诚度，帮助公司留住优秀的员工，这对公司的员工来说是一件好事。但是，对公司的股东或潜在投资者来说，这显然是负面的，因为养老金等福利都是公司额外的经济负担。养老金和其他员工福利的成本最终都会反映在公司产品的价格上，公司的客户需要为这些成本埋单。所以，这方面负担较重的公司在市场竞争中是处于劣势的。尤其是美国公司参与国际市场的竞争时，这种劣势有时相当明显（因为很多国家并不要求企业向员工提供这些福利）。如果公司所处行业的竞争非常激烈，养老金和其他员工福利的负担甚至会影响公司的生存。

比如说，通用汽车公司在2009年申请了破产保护，高额的员工退休金就是造成企业破产的主要原因之一。据计算，通用汽车公司的高额养老金负担平摊到每辆成品汽车上，会使每辆汽车的成本平均上升2700美元。而日本和韩国的汽车生产商却无须向员工提供这些福利。于是，在与日韩汽车品牌竞争的时候，美国的通用汽车公司在价格上始终处于绝对的劣势。这也是日本的丰田汽车、本田汽车在美国及世界其他地方的市场份额不断提高的最主要的原因之一。当通用汽车和克

莱斯勒汽车公司不得不申请破产保护的时候，美国的另一汽车巨头福特公司却侥幸地生存了下来，究其原因，正是因为福特公司通过与美国汽车工人联合会的协商，降低了员工的部分福利。

如今，很多技术产业和服务业的公司已经不再对员工提供养老金福利，显然，这样的公司经济上的负担和压力比较小。在进行投资决策的时候，你不妨多考虑那些没有养老金义务的公司。当然，如果你发现一家公司通过了我们“股票研究清单”上所有（或大部分）其他条目的测试，那么即使这家公司有一定的员工养老金负担，也不是不可以接受的。但是，你需要确认的一点是，公司的员工养老金资产应该大于公司的既得给付义务。如果公司的养老金资产不够偿付公司的既得给付义务，那么公司必须依法补足，这相当于公司的一项额外债务。

通常，公司会把员工养老金资产投资于股市或者债券市场。随着金融市场的波动，公司养老金资产的数量也是不断变化的。在阅读公司年报的时候，你应该注意公司养老金资产的数目有何变化，还应该搞清楚公司有多少既得给付义务，以及公司每年向养老金资产池里新投入多少资金。

例如，在2009年由于受经济危机的影响，可口可乐公司的养老金资产大幅缩水，因此，可口可乐公司在2009年向养老金资产池里投入了2.69亿美元。对于这一举措，可口可乐公司在2009年的公司年报里作了如下解释：

> 受到国际金融危机的影响，股票市场走低，其他各类资产的估值下降，金融市场很不稳定，这一切都造成了本公司员工养老金资产的价值缩水。虽然2009年有些资产的价值已经有一定的回升，但受经济环境的影响，本公司员工养老金资产的公允价值仍然低于金融危机前的水平，这样的情况可能导致未来员工养老金

支出的增加。鉴于本公司员工养老金资产公允价值的下降，以及养老金既得给付义务使所使用的折现率下降，本公司于2009年向员工养老金资产池额外投入2.69亿美元。如情况需要，本公司会在2010年甚至更远的将来继续增加员工养老金的资金投入。

那么，同样受到金融危机影响的固特异轮胎公司，又是怎么处理员工养老金问题的呢？我们可以从固特异轮胎公司2009年的年报里找到相关信息：

2009年，本公司美国国内员工养老金资产受市场的影响价值上升。2009年，员工养老金资产升值6.99亿美元，而精算亏损净额下降了4.64亿美元（这一变化反映在报表的“累计其他综合亏损”项目中）。受此影响，本公司的年度净退休金支出将从2009年的3亿美元，下降到2010年的约2亿~2.25亿美元。我们做出这一估计的主要根据是预期的资产价值上升和精算亏损摊销的减少（反映在报表的“累计其他综合亏损”项目中）。

截至2009年12月31日，本公司的累计其他综合亏损总计23.11亿美元，其中包括养老金的精算亏损。而这些精算亏损是由2008年养老金资产价值的下降，以及计算养老金义务使折现率下降所引起的。为计算2009年美国国内养老金净成本，我们在2009年一年内把1.54亿美元的精算亏损变现为当期亏损。2010年，我计划把1.35亿美元的计算亏损变现为当期亏损。如果我们现在（2009年12月31日）的精算假设和实际相符，那么未来几年内每年变现的精算亏损将和2010年的水平相当。一段时间之后，每年变现的精算亏损则会逐渐下降。

问题4：

对于那些被低估的资产，有没有大股东或收购者正在试图向市场揭示公司资产的真正价值？

如前文所说，我们应该寻找被市场低估的公司进行投资，这些公司可能有一些隐形资产，而市场却未能认识到公司资产的真正价值。比如说，你发现了某公司某项在账面上不显示的资产，而市场（或者说华尔街的专业投资人）却没有发现或者低估这些资产。当你购入这样一只股票，你其实是寄希望于市场日后发现公司的真正价值，因为只有这样股价才会上升，你才能从中获利。但是，一种潜在的风险是，可能好多年过去了，股价仍未反映出公司资产的真正价值，这家公司仍被市场所低估。在这样的情形下，你可能由于资金限制等因素无法一直持有该股票。于是，虽然你的判断是正确的（公司确实是被低估了），你却还是无法从中获利。

鉴于这样的情况，你需要一个努力向市场揭示这家公司真正价值的人来帮助你，这个人可以是公司的某个大股东，也可以是公司的收购者。大股东或收购者可能会参与某种形式的法律战或收购战。在这样的情况下，公司的管理层或董事会就不得不采取一些行动，向外界展示公司资产的真正价值。这种情况一旦发生，股价会随之上涨，作为公司股东的你可以趁此良机快速地将股票套现。你不仅可以从这一次的投资中获利，还能把资金解放出来，寻找其他被低估的公司，展开下一轮投资。

第十四章
存货水平：是否影响公司的正常经营？

对于一家企业来说，存货是企业经营中极其重要的一环。当产品的制造阶段完成，随时可以投放市场或是卖给客户，但暂时还没有销售出去的时候，这些产品就被称为存货。

问题1：

公司有多少存货堆积？存货堆积对公司有什么样的不良影响？

作为一个潜在投资者，你必须对有意投资的公司的存货情况有所了解。你应该计算一下存货占该公司总销售额的比例，并且逐年比较这个比例的变化趋势。如果一家公司的存货增长率比销售额的增长率还大，那么这是一个很危险的信号。你应该提高警惕，因为这意味着公司的销售额增长正在放缓，而存货却在堆积。存货不仅需要耗费成本，还占用资金、影响效率。为了把积压的存货出手，公司往往会考虑降价、打折等手段，以吸引顾客购买，而这显然会影响公司的净收益。

当你研究一家零售业公司的时候，你一定要注意比较一下公司近年来存货数量的变化趋势。如果说，某个特定产品的存货数量增长得比这个产品的销售额还要快，这往往说明顾客对该产品的兴趣变得越来越小，这个产品的销售形势不容乐观。这样的情况一旦发生，公司要么赶紧着手提高该产品的性能，要么只能降价抛售、减少存货。

比如说，斯凯奇鞋业公司（SKX）就遇到过这样的情况。斯凯奇鞋业公司的股价变化如图14－1所示。

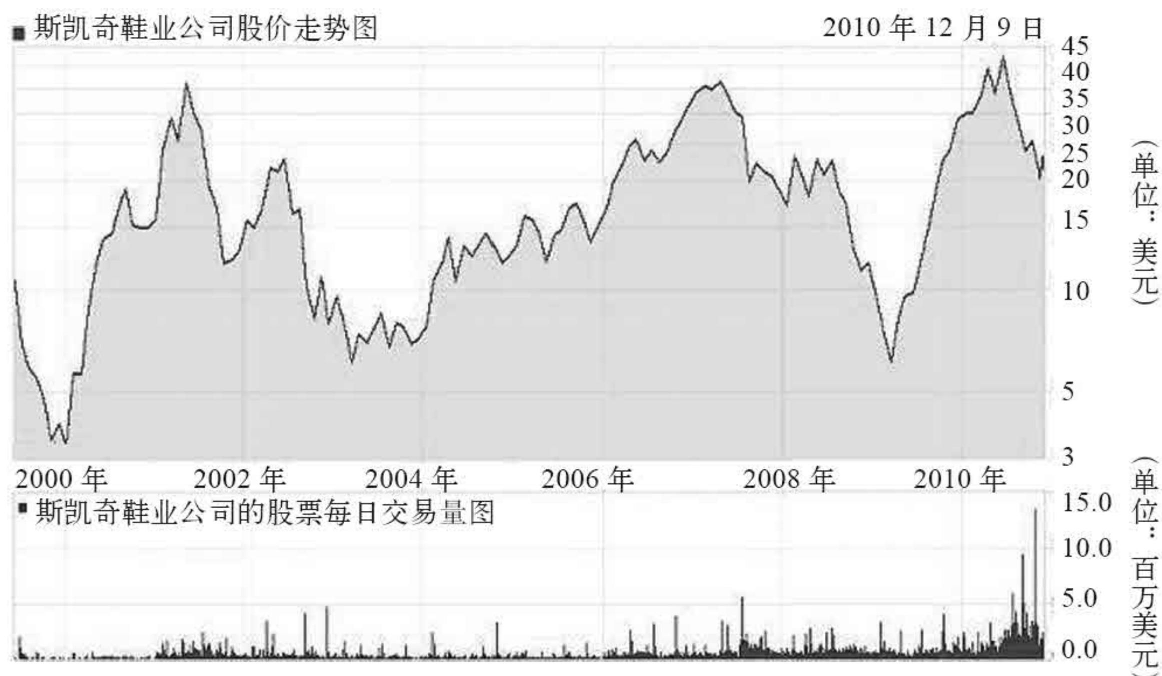


图14–1 斯凯奇鞋业公司的股价走势和日成交量图

斯凯奇公司推出过一款塑形鞋，公司号称只要穿着这种鞋走路，就能比单纯的散步消耗更多的热卡，从而减轻体重、达到瘦身的效果。因为成功的市场宣传，斯凯奇公司的塑形鞋一度非常流行，产品需求很旺盛。得益于这款产品，斯凯奇公司的销售额大涨，股价也在2010年6月飙升到了几年来的新高。2010年6月，斯凯奇鞋业公司的股价高达每股44.90美元。

因为塑形鞋的走红，斯凯奇的竞争对手们也开始推出各种各样具有塑形减肥功能的运动鞋。斯凯奇鞋业公司在这方面感受到了强大的竞争压力。在塑形鞋热销的时候，斯凯奇公司开足马力，生产了大量塑形鞋产品。可是随着竞争日益激烈，斯凯奇牌塑形鞋的需求量开始减少。很多大客户取消了之前的订单，这使得斯凯奇公司的塑形鞋存货大幅上升。

2010年3月，斯凯奇鞋业公司的存货大约价值1.89亿美元。而到了2010年6月，斯凯奇公司的存货价值已经高达2.19亿美元。到了2010年9月，存货堆积更为严重，达到了令人咂舌的3.26亿美元。也就是说，2010年3月~2010年9月，斯凯奇鞋业公司的存货一跃增长了72%。与存货堆积相伴的是股价的大幅下跌，斯凯奇公司的股票从2010年6月的每股44.90美元，一路下跌到了2010年10月的每股19美元，5个月内的股价跌幅达到了57%。

在斯凯奇公司的一次电话新闻发布会上，公司管理层宣布公司面临严重的存货积压问题，并表示将用几个季度的时间来减少库存。面对这个负面消息，华尔街的专业投资人又一次做出了过激反应，大量的抛售把斯凯奇的股价拉低到了每股19美元。在这样的价格水平上，斯凯奇股票的市盈率只约为6.5。对于斯凯奇鞋业这么一家高速发展的企业来说，6.5的市盈率是非常低的。对于长期投资者来说，我们应该抓住类似的机会购入像斯凯奇鞋业这样的潜力股。我本人在2010年11月的时候以大约每股20美元的价格购入了斯凯奇鞋业的股票。因为我相信，几个季度以后，斯凯奇鞋业公司就会成功地解决存货积压的问题，把产品的库存降到一个正常的水平。

第十五章
股票回购记录：库存股与注销股

一家公司的总市值是这样计算的：用公司股票每股的市价，乘以稀释后的股份总数，就得到了公司的总市值。

公司总市值 = 稀释后的股份总数×每股股价

比如说，某家公司共有100万股股票（稀释后的股份总数），而每股股票目前的价值是10美元，那么我们把每股10美元的价格乘以100万股，就可以得出公司目前的市值是1 000万美元。

如果公司想要扩大经营规模，或是公司的经营陷入困境，那么这样的企业很可能会通过发行新股或新债券，来筹集更多的资本。一旦公司发行新股，既有股东的股东权益就被“稀释”了，这可能会对公司既有的股东产生很大的影响。反过来说，如果公司经营得十分成功，那么公司完全可以用主营业务产生的现金流来支付公司发展扩大所需要的资金，这种公司没有必要发行新股。显然，后一种公司更有竞争力，更值得我们投资。

问题1：

公司的流通股总数有没有随着时间而减少？

很多公司的高管都会握有一些本公司的期权。除了发行新股以外，高管手中的这些期权也可能会稀释既有股东的权益。很多公司高

管的报酬都包括两个部分，除了按时发放工资，公司还会授予高管们一定数量的本公司期权。这一举措的本意是保证高管的利益与股东的利益一致，从而更好地激励高管为股东服务。但是，在有些公司，虽然董事会的薪酬委员会发放给高管大量的公司期权，而公司的业绩却根本没有任何起色，这显然是一种非常不好的情况。为了了解这方面的情况，你一定要仔细阅读股东委托书。如果公司的董事会和管理层对股东足够负责的话，他们就会制定一套有力的激励措施，合理地发放公司的期权，既激励高管切实有效地提高公司业绩，又不会过度损害既有股东的权益。公司完全可以回购一定数量的股份，抵消高管手中的期权对既有股东权益的稀释，保证既有股东的利益不受影响。当然，也有的公司出于种种考虑选择不回购股票，这也是可以接受的，只要每年的稀释比例不超过3%，通常不是一个大问题。

任何对股东负责的公司都不会贸然发放给公司高管过多的本公司的股票期权，一般来说，每年的稀释比例不应超过3%。比如说，巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司就不向高管发放任何本公司的股票期权。巴菲特手下的子公司的经理都只根据个人表现获得现金形式的工资和奖金，而高管可以选择以这些现金直接从公开市场上购买伯克希尔·哈撒韦公司的股票。这样，高管和股东的利益既得到了统一，高管也可以在不损害既有股东利益的前提下，更好地为股东服务。

可口可乐公司（KO）稀释后的平均股份总数如下：

2006年：23.5亿股

2009年：23.29亿股

2006~2009年间，可口可乐公司的股份数目有所减少，这对既有的股东们是非常有利的。因为流通的股票数目越少，每一股股票所代表

的公司所有权就越大。对于可口可乐公司的既有股东来说，他们的股东权益在这几年间平均每年增加0.29%。

固特异轮胎公司稀释后的平均股份总数如下：

2006年：1.773亿股

2009年：2.415亿股

与2006年的水平相比，固特异轮胎公司在2009年的股份数目比3年前增加了6 420万股。也就是说，对既有股东来说，他们的股东权益被稀释了。通过简单的计算我们可以看出，2006~2009年间，固特异轮胎公司的既有股东的权益平均每年被稀释了10.85%。

如果我们比较一下可口可乐公司的情况和固特异轮胎公司的情况，就可以发现可口可乐公司对既有股东更加友好。可口可乐公司的既有股东平均每年自动获得0.29%的公司所有权，虽然这个数字并不大，但是和固特异公司的股东一比可真是强多了。固特异轮胎公司的既有股东每年平白地流失了10.85%的公司所有权。在这一项测试中，可口可乐公司再次胜出。

问题2：

公司近期是否回购过股票？

如果一家公司连续多年业绩良好，持续产生高现金流，那么公司的现金及现金等价物余额势必随之上升。充裕的现金可以让公司做到很多其他公司做不到的事情，比如说，公司处理手头现金的方式通常有如下几种：

- 公司可以把资金用于扩大再生产，通过扩大公司规模、升级换代设备等方法来提高未来的收益率。

- 如果公司没有扩大再生产的机会和需求，那么公司可以选择把手头的现金以股息的形式发放给股东。对于股息收入，股东需要缴纳15%的税款，剩下的资金由股东自由支配。

- 公司可以用手头的现金收购其他公司。如果收购成功，公司未来的收益将随之提高，公司的股价也会因此有所上涨。这样，公司的股东虽然没有股息收入，却可以通过资本增值的方式获得更多的财富。

- 除此之外，公司还可以用手头的现金回购本公司的股票。

如果公司的资本回报率较高（高于历史平均水平），公司的发展前景看好，同时扩大再生产能获得15%以上的回报率，那么公司的最优策略就是把手头的现金用于扩大再生产。这种策略是较为保守和稳妥的，今天市面上的每一家市值惊人的大公司都是从小公司发展而来的，通过这样的过程，不断地将营业产生的现金用于扩大再生产，逐步扩张经营规模，才慢慢地成长为今天的业界巨头。但是，任何公司的发展和扩张潜力都是有限的，当公司规模达到了一定的水平，靠继续扩大经营规模来提高利润率就会变得非常困难。对于处于成熟阶段的大公司来说，手上的现金就不能用于扩大再生产，而是要另辟蹊径。

正如前文所说，公司也可以选择用手头的现金来收购其他企业，用这个方式来扩大整个公司的规模。但是，正如我们前面提到过的，收购其他企业有相当大的风险和挑战，公司的管理者必须有足够的能力和水平，才能把收购来的公司合理地整合进原有公司的架构中，有效率地管理收购后更大、更多元化的新公司。

如果一家公司既不能通过扩大再生产来提高利润率，也不能通过收购其他公司来产生高于平均水平的收益率，那么把公司经营所产生的现金以股息的形式派发给股东就是一种比较稳妥的处理方法。换句话说，如果公司的资本回报率不高，那么派发股息可能是一个不错的策略。但派发股息的缺点是，股东必须对股息收入缴纳15%的税款，税后的收入才能再次用于投资。股东可以用税后的股息收入投资其他公司，通常，他们会选择资本回报率高于15%的企业进行投资。

除此之外，用手头的现金回购本公司的股票也是一个不错的选择，当然前提是公司的现有业务能够为股东产生高于平均水平的回报。公司用现金回购本公司的股票，市场上流通的股份总数（稀释后）会随之减少，于是既有股东的股东权益就会自动增加。显然，通过回购股份，公司可以轻松地提高既有股东的收益率。这个方法简单易行，尤其是在市场低迷、公司股价被严重低估的时候，公司股票的市值不能反映公司的实际价值，这时候公司应该抓住机会，通过回购股份来提高股东收益率。比如说，从2008年第四季度到2009年第一季度，很多有实力的公司都选择抓住股市低迷的机会，大量回购本公司的股份。这些公司的管理者们相当精明，他们明白低迷的股市不光是挑战，也是不可多得的机会，通过回购股份，他们谨慎稳妥地使用了手上的现金，为股东争取到更高的回报率。

评估一家公司的管理层是否谨慎稳妥、有没有眼光和头脑，一个重要的指标就是，管理层在什么样的价格上回购本公司的股票。如果公司回购股份的价格高于公司股票的内在价值，那么显然，管理层判断错误，做的是亏本买卖。而如果公司管理层能够看准时机，以低于公司股票内在价值的价格来回购股份，那么股东必然从中受益，这反映了管理层的眼光和水平。

在伯克希尔·哈撒韦公司的年会上，关于公司回购股票的问题一直是一个热门话题，几乎每年的年会上都有人提出这方面的问题。对

此，巴菲特的回应一直都差不多，巴菲特表示：“如果我觉得伯克希尔·哈撒韦的市场股价低于公司股票的内在价值，而我又找不到其他值得并购的公司，或其他有价值的投资机会来提高伯克希尔·哈撒韦公司的回报率，我就会选择从市场上回购本公司的股份。”

问题3：

公司的资产负债表上有没有库存股？

库存股产生的方式有两种：

1. 公司可以从公开市场上回购本公司的股份，然后将买到的股份存在公司的金库里，这些股票就成了库存股。

2. 此外，公司在发行股票的时候，可以选择部分股票不对公众发行，这些股票也是库存股。

要了解公司库存股的数量和情况，最直接的方法就是去看公司的资产负债表。如果一家公司的资产负债表上列有库存股，那么这对股东来说是一件好事，因为库存股越多，既有股东的权益也就越大。如果公司资产负债表上的库存股数量逐年增加，这更是一个极好的消息，库存股的增加意味着公司在持续回购本公司的股份。当然，如果一家公司没有库存股，并不表示你就不能投资这家公司。正如前面所说，公司处理营业产生的现金流的方式有很多，有的公司选择扩大再生产以期能提高未来的收益率，有的公司选择收购其他的公司，还有的公司选择回购本公司的股票以直接增加既有股东的权益。不管选择何种方式，只要股东能从中受益，都是可以接受的。

现在，让我们来看看可口可乐公司在2007~2009年（只能查到这3年的数据）的库存股数量的变化情况。

（单位：百万美元）

2007：23 375

2008：24 213

2009：25 398

从中我们可以看出，可口可乐公司的库存股从2007~2009年期间是逐年上升的。这说明可口可乐公司一直在持续回购公司的股份。对于股东来说，这显然是一个好消息。

可口可乐公司在2007~2009年的库存股的年平均增长率是2.80%。

长期来看，如果公司持续回购股份，既有股东的权益就会持续上升，对投资者来说这是非常有利的。所以可口可乐这样的公司真的非常值得投资，难怪巴菲特会把可口可乐公司列为他打算“永久持有”的股票之一。

这里，我没有办法列出固特异轮胎公司的相关数据，因为固特异轮胎公司在2007~ 2009年期间没有任何库存股。也就是说，在这3年的时间里，固特异轮胎公司没有回购任何股份。

问题4：

公司的资产负债表上有没有注销的股票？

股票的注销与股票的回购有着密切的联系。当一家公司从公开市场上回购本公司的股票后，公司可以选择将购回的股票入库，变成上面提到的“库存股”，除此之外，公司还可以选择将这些股票注销。当公司需要新的资金的时候，公司可以将库存股拿出来重新发行，而注销了的股票则不能用于筹集新的资金。

如果公司的资产负债表显示公司注销过回购的股票，那么这对股东来说是一个很好的消息。注销股票说明该公司对自己的经营状况有充分的信心，近期内完全没有重新发行库存股以筹措新资金的需要。

我查阅了可口可乐公司和固特异轮胎公司的资产负债表，两家公司都没有注销过股票。这是一个负面信息。当然，由于大多数公司回购股票以后都选择将购回的股票作为库存股保留，所有没有注销股票的记录是完全正常的，虽然这个信号是负面的，但影响不大，更无须因此而否定一家公司。

第十六章
内部人员持有所在公司股票的比例

没有人能比公司的内部人员更了解一家公司的情况。所以，购买一只股票之前，一定要先搞清楚这只股票是否有内部交易的问题。

问题1：

近期有没有公司的内部人员购买过该公司的股票？

如果发现有公司内部的人员购入该公司的股票，那么，对此现象可能有如下的解释：

> 内部人员可能认为公司的股票价值被低估——市场估价低于股票的内在价值，所以选择趁此机会购入公司的股票。
>
> 公司的股价是完全合理的，股价等于股票的内在价值。但是，内部人员认为公司的未来前景被看好，业绩将有大幅度提高。因此，内部人员对公司股票未来的价格提升很有信心，决定购入本公司的股票。

不管是上述哪一种情况，概括成一句话就是，内部人员认为公司的股价将会上升，现在购入本公司股票有利可图。所以，内部人员买入公司股票是一个非常正面的信号。如果你对一只股票感兴趣，并且研究发现该公司的不少内部人员近期买入了自己公司的股票，那么，

这很可能是买入这只股票的绝佳时机。内线交易信息披露的透明度很高，很多金融类网站上都会披露各上市公司内部交易的相关信息。

比如说，对于美国的股票，你可以上雅虎财经的英文网站查询内部交易的信息。登录finance.yahoo.com，输入公司的股票代码，然后点击“get quotes”（查看报价）键，选择ownership（股东权益）栏目，你就可以在其中找到insider transactions（内部交易）的专门一栏，从中可以查到该公司所有内部交易的详细情况。雅虎财经网站会列出内部交易人员的姓名，你可以点击内部交易人员的名字，查看该内部交易人员的历史交易记录。一般来说，如果大宗的内部交易发生，该公司的股价常常会在3~12个月内上涨。

关于这一点，我来给大家看一个真实的例子。通过投资床垫生产商选择舒适公司（SCSS）的股票，我曾一举获利大约20倍。我于2008年第四季度到2009年第一季度期间买入该公司的股票，当时正值金融危机期间，我的买入价大约是每股0.45美元。2010年7月，我以每股9美元左右的价格将该公司股票出手，在这18个月左右的时间里，我该项投资的收益率达到了2 000%。选择舒适公司的股价变化如图16－1所示。

在我以每股9美元的价格抛出选择舒适公司的股票之后，虽然公司的经营并没有什么问题，但公司的股价却一路下跌。究其原因，很多外部因素导致了整个股市的下滑，包括欧洲债务危机的影响和投资者对世界经济二次触底的恐惧。我一直密切地关注着选择舒适公司的股价走势，到了2010年8月，该公司的股价已经从我抛出时的每股9美元跌到了每股4.92美元。



图16–1 床垫生产商选择舒适公司（SCSS）的股价走势和日成交量图

2010年8月27日，选择舒适公司的内部人员让·迈克尔·瓦莱特以每股5.25美元的价格购入了25 000股本公司的股票，总投资额约13万美元。我立刻注意到了这一信息，并迅速按照本章节的股票研究清单中的各个条目研究了该公司的情况。2010年9月，我决定再次买入选择舒适公司的股票，当时的买入价约为每股6.25美元。我写作这一章节的时间是2010年12月，现在选择舒适公司的股价已经又一次上涨到了每股9.18美元。也就是说，在我第二次买入选择舒适公司的股票后的短短4个月内，这笔投资的回报率已经高达46.88%。如果说你能够行动得更及时，和内部人员几乎同时买进，那么你的买入价将会是每股5.25美元，这能让你在短短4个月中净赚74.85%。需要注意的是，这样说并不是让你盲目地跟随内部交易，不是说内部人员什么时候买入，你就闭着眼睛跟着买入。你还是应该按照我们的股票研究清单，全面研究和了解这家公司的情况，如果大部分指标都合格，才考虑投资这只股票。

同样的，如果你发现一家公司的内部人员卖出了自己公司的股票，你也不能仅凭这一点就认定这是一个负面信息。内部交易人员出售公司股票的原因有很多，比如这些人可能出于个人原因急需一笔现金；他们可能想分散风险，不愿把投资过度地集中在同一只股票上；他们还可能为了尽快套现，以便购买本公司的股票期权。一般来说，公司会设置一些规定和限制，内部人员每年只允许出售一定比例的公司股票期权。同时，美国证券交易委员会（SEC）只允许内部人员在特定的时间段内出售自己公司的证券，因此，很多内部人员会在这个特定的时间段内集体抛售，以满足个人的资金需求，但这并不表示这些内部人员看淡公司的前景。但是，一般来说，内部人员买入自己公司的股票，最大的原因是他们相信公司目前的股价被市场所低估、日后股价看涨，否则他们不会选择用自己口袋里的钱购买自己公司的股票。

问题2：

内部人员是否持有公司很大份额的股票？

大部分金融财经信息网站都会披露上市公司内部人员所持有的股票数额。如果你的研究对象是中小型公司，那么公司的创始人（或者创始人的家庭成员）常常持有公司的大部分股份。但是对于大型公司来说，内部人员一般只持有公司的小部分股份。

如果公司的内部人员持有公司的大部分股票，这对既有股东来说一般是一个证明因素。为什么这么说呢？以下内容是支持这个结论的原因。

- 首先，内部人员的利益和股东的利益是完全一致。因为内部人员持有公司的很大一部分股份，这使得公司的管理人员有足够的动力认真工作，兢兢业业地为公司服务，这样不仅可以为股

东创造财富，也可以为他们自己创造财富。当公司的内部人员持有本公司的大部分股份，通常他们的这种投资都是长期性的。因此，这些内部人员关注的不是短期的股价变化，而是从长远的角度如何稳健提高公司的营业额和利润。显然，营业额和利润的增长最终会体现为股价的上扬。在这样的公司里，内部人员的个人财富和股东的个人财富是捆绑在一起的，内部人员为了自己的利益而努力奋斗，股东也会跟着受益。

• 其次，公司的创始人和内部人员通常不会频繁地交易自己公司的股票。正如前文所说，内部人员面临着各种各样的规定和限制，通常只能在特定的时间段里交易自己公司的股票。同时，内部人员对自己公司长期的潜力和前景十分清楚，所以不会因为短期的市场扰动而盲目地买卖手头的股份。既然大部分股份被公司的内部人员长期持有、不予买卖，那么市场上流通的股票就变少了。这种情况意味着，一旦有利好消息，一旦对该股票的市场需求上升，股价会攀升得非常之快。

• 再次，内部人员持有公司大部分股份还意味着公司的稳定性增加。内部人员持有大部分股份有效地防止了恶意收购的发生。抗击恶意收购是一项费时、费力、费钱的工作，避免恶意收购能让一家公司专注业务的经营和发展，取得更好的业绩。

比如说，iGATE公司的股票一直是信息技术服务板块的明星，为投资者创造了丰厚的回报。iGATE公司的股份分布和主要股东情况如下：

表16–1 股份分布情况

分类	
内部人员和持股超过5%的所有者所持有的股份比例	49%
金融机构和共同基金所持有的股份比例	45%
金融机构和共同基金所持有的公开流通股的比例	88%
持有该股票的金融机构的数目	102

表16–2 主要股东的情况

股东姓名	所持股份	报告日期
阿肖克·特里维迪	10 714 082	2010年11月2日
苏尼尔·瓦德瓦尼	10 106 551	2010年11月2日
潘尼斯·穆尔蒂	217 829	2010年7月22日
约翰·特鲁索	118 124	2010年10月19日
苏雷什·肖恩·纳拉亚南	71 282	2010年10月19日

从表16－2中可以看出，公司的主要股东都是公司的内部人员。持股超过5%的所有者共掌握了公司49%的股份，而其中公司的创始人占了最大的份额。

阿肖克·特里维迪和苏尼尔·瓦德瓦尼是iGATE公司的创始人，他们把iGATE公司从一家小型的信息技术咨询公司发展成为一家市值数十亿美元的业界巨头。此后，iGATE公司从印孚瑟斯技术公司聘请了潘尼斯·穆尔蒂，穆尔蒂的到来使得iGATE公司的发展速度进一步提升。2011年，iGATE公司收购了另一家离岸软件咨询服务商——市值13.5亿美元的帕特尼电脑系统公司——75%的股份。

显然，iGATE公司有以下3个优势：

1. 股东和内部人员（管理层）的利益是高度一致的。因为公司管理层的个人财富和公司的股价是息息相关的，所以公司的管理层会尽最大的努力来提升公司的股价。

2. 因为内部人员持有公司股票的很大一部分，所以市场上流通的股票相对较少。

3. 公司没有被恶意收购的危险。

iGATE公司是一家中等市值的公司。正如前文所述，大型公司一般不会有内部人员持有大部分公司股份的情况发生，当公司的市值很高时，即使创始人或其他内部人员持有大量公司股份，所占的比例也不会太大。例如，在伯克希尔・哈撒韦公司，巴菲特持有公司36%的股份。巴菲特把毕生的精力都投入了伯克希尔・哈撒韦公司，他的努力是为了提高公司的市值，同时也提升了他个人的身价。随着巴菲特自己身价的上升，伯克希尔・哈撒韦公司股东的财富也随之增长。只要你能找到三四家这样的公司，然后长期持有这些公司的股票，这些富有潜力的股票会长期稳健地增长，最终给你带来大量的个人财富。

现在，让我们来看看可口可乐公司的股份分布和主要股东的情况。

表16–3 可口可乐公司的股份分布情况

分类	
内部人员和持股超过5%的所有者所持有的股份比例	5%
金融机构和共同基金所持有的股份比例	64%
金融机构和共同基金所持有的公开流通股的比例	67%
持有该股票的金融机构的数目	1 344

表16–4 可口可乐公司的主要股东情况

股东姓名	所持股份	报告日期
唐纳德·基奥	4 537 338	2009年12月31日
埃贝特·阿朗	无数据	2010年5月1日
巴里·迪勒	1 401 000	2010年11月11日
内维尔·伊斯德尔	785 365	2009年2月19日
奥克塔维奥·艾厄特	88 050	2010年2月18日

固特异轮胎公司的情况又如何呢？我们来看一看。

表16–5 固特异轮胎公司的股份分布情况

分类	
内部人员和持股超过5%的所有者所持有的股份比例	0
金融机构和共同基金所持有的股份比例	81%
金融机构和共同基金所持有的公开流通股的比例	81%
持有该股票的金融机构的数目	313

表16–6 固特异轮胎公司的主要股东情况

股东姓名	所持股份	报告日期
罗伯特·基根	403 578	2010年9月30日
理查德·克拉梅尔	179 591	2010年2月25日
约瑟夫·罗科	111 875	2010年8月26日
皮埃尔·科阿德	104 070	2010年2月25日
托马斯·哈维	76 611	2009年8月7日

可口可乐公司的内部人员和持股超过5%的所有者共同持有公司股份的5%，而固特异轮胎公司的内部人员持有的公司股份的比例几乎可以忽略不计。在这一点上，可口可乐公司又一次优于固特异轮胎公司。

第十七章
机构投资者的关注度：忽视还是密切关注？

作为一名投资者，你应该寻找被华尔街投资人所忽视、被市场所低估的股票进行投资。当然，这并不是说华尔街投资人所密切关注的著名公司的股票就一定不值得投资。很多中小型公司的名气不大，也没有获得华尔街投资人的关注，这些公司的股价往往会被市场所低估，选择投资这样的股票，一旦这些公司的价值受到市场的认可，你就能获得高额的回报。

问题1：

公司有没有被华尔街的投资人密切关注？

沃伦・巴菲特和彼得・林奇都热衷于寻找被华尔街投资人所忽视的公司进行投资。当巴菲特运营他的巴菲特联合有限公司的时候，他曾投资了很多不被华尔街投资人重视的冷门公司，因为这些股票的买入价很低，所以很多都创造了非常丰厚的回报。例如，巴菲特曾投资桑伯恩地图公司，当时巴菲特以每股45美元的价格买入该公司的股票。实际上，当时桑伯恩地图公司的金融投资组合的价值就折合65美元，也就是说公司的主营业务（印刷出版地图）是完全免费的！桑伯恩公司当时是一家非常冷门的公司，华尔街的投资机构和股市上的散户投资者都没有注意到这家公司的股价低得有多么不合理，因为大家都忙着追踪市场上的热门板块和明星公司。巴菲特买入了桑伯恩地图公司的大量股票，于是他自然而然地获得了桑伯恩地图公司的董事会

席位。通过在董事会里施加压力，巴菲特成功地要求桑伯恩公司将本公司的投资组合变现，并用变现的资金回购公司的股份。通过这笔交易，巴菲特的获利高达50%。

2009年年末，巴菲特和比尔·盖茨一起出席哥伦比亚大学商学院的一个活动。在这次活动中，有人问巴菲特是如何发现这些被市场所低估的公司的。巴菲特回答说，早年他曾经逐页地阅读《穆迪手册》，不放过任何一家公司，每家公司的信息都至少阅读两遍。没有人会告诉你哪些公司是被市场所低估的，你需要自己认真研究、努力发现，找到潜在的投资机会。如果你想复制巴菲特的投资神话，你也需要像巴菲特一样，下苦功研究市面上的各种公司，从中筛选出被市场低估的公司，发掘出别人没有注意到的投资机会。

为了更好地筛选被市场所低估的公司，除了阅读各种相关资料外，彼得·林奇还亲自去上市公司拜访，以便收集更全面的一手资料。彼得·林奇一直致力于挖掘被市场所低估的股票，过去如此，现在仍然如此。当彼得·林奇阅读了一家公司的相关资料，对这家公司感兴趣时，他就会亲自拜访这家公司，与公司的管理层面对面地交流，以收集更多的信息，获得更深入的情报。在拜访这些公司时，如果彼得·林奇了解到近一段时间没有任何华尔街的分析师拜访过这家公司，他对这家公司的兴趣就会进一步提升。彼得·林奇清楚地知道，只要发掘出一家被市场忽略的公司，不仅能以特别低廉的价格购入这家公司的股票，还能捷足先登挤进这家公司的董事会。只要发掘出被市场忽视的潜力股，抢在华尔街投资人之前低价买入并长期持有，赚到10倍以上的回报率根本不成问题。当一家中小型公司慢慢地发展壮大，一旦公司营业额突破10亿美元，华尔街的专业投资机构就会立刻着手分析这家公司，发布大量投资分析报告。这家公司很快就会获得很大的关注，各种机构投资者往往争相购入这种热点公司的股票，公司的股价也会因此迅速和大幅地攀升。

而极受华尔街关注的著名公司——如沃尔玛和谷歌——的情况则恰恰相反。对于这些公司来说，往往有超过30家华尔街的投资机构密切地关注着这些公司的所有情况，并定期发布各种分析师报告。这些著名公司的一举一动，方方面面都被挖掘得非常彻底，投资机构和公众都可以轻松地获得这些信息。要在这些公司中找到被市场所低估的投资机会是相当困难的，而要在不受关注的公司中找到被市场低估的投资机会则相对容易得多。当然，这并不是说所有备受华尔街关注的公司都不值得投资。随着市场的波动和投资者信心的变化，即使是被华尔街过度关注的公司也还是有被低估的可能性。有时候，这些备受关注的公司的股价也会低于公司的内在价值，但是被低估的程度往往比不上被华尔街投资人忽视的公司。

问题2：

公司的所有者中，机构投资者占的比例大吗？

通常，机构投资者所持有的股份比例越小，这家公司就越值得投资。机构投资者主要是指大型的对冲基金和共同基金，这些投资机构往往像旅鼠一样喜欢跟风和盲从。如果某一家大型对冲基金或公共基金突然开始抛售某个行业的某只特定股票，其他对冲基金和共同基金往往会盲目跟风抛售。因为这些对冲基金和共同基金的规模很大，持有的股份也很多，一旦大家开始一起抛售一家公司的股票，这家公司的股价往往会在短时间内一落千丈。最近的这一次金融危机中就发生过这样的情况。当雷曼兄弟公司破产时，很多大型对冲基金和共同基金的经理陷入恐慌之中，拼命抛售手上的各种股票，特别是金融板块的股票。市场陷入一片恐慌之中，很多投资者觉得所有有财务问题的银行和其他金融机构都会面临和雷曼兄弟公司一样的命运，要么破产，要么被政府收购。很多对冲基金都是利用高杠杆比率来运作的，一旦市场崩盘，这些基金就需要额外的资金来追缴保证金，所以，即

使这些对冲基金不情愿，也不得不抛售手上的各种股票，以便筹集保证金。

例如，花旗银行控股集团的股票在此次金融危机期间就受到了这样的影响。2008年9月，花旗银行的股价为每股20美元左右，到了2009年3月，花旗银行的股价已经暴跌至每股0.97美元。究其背后的原因，就是金融危机引起的恐慌导致各大基金和其他投资机构同时大量抛售花旗银行的股票。之后，美国政府宣布对花旗银行注资，于是，花旗银行的股价在2009年9月又反弹至每股5.02美元。也就是说，如果有一位颇具慧眼的投资者能以每股0.97美元的最低价买入花旗银行的股票，并在6个月之后抛售，那么他就能在半年的时间内获利517%。总的来说，一家公司的股份中，机构投资人占有的股份越少，对股东来说越是一个好消息，因为当股市大幅下跌，没有了机构投资人的集体抛售，股票价格所受的负面影响将相对较小。

第十八章
通货膨胀的影响程度：公司是否有提高产品售价的能力？

世界上的大部分国家都存在通货膨胀，对于投资者来说，通货膨胀相当于一项额外的税收。对于通货膨胀的问题，巴菲特是这样论述的：

> 只要稍微计算一下就可以发现，通货膨胀这种变相的“税收”比任何一项法定的税收都更加可怕。在我们的经济体系中，通货膨胀等于每一个投资者都要面对的一项变相税收，“通货膨胀税”可以在不经意间蚕食你的资本。假设有一位寡妇把丈夫留下的遗产都存在一个利率为5%的银行账户里，如果每年的通货膨胀率是5%（且利息收入无须缴纳任何利息税），就相当于这位寡妇每年的利息收入被征收了100%的利息税（而通货膨胀率为零）。不管是5%的通货膨胀，还是100%的利息税，都会使这位寡妇的实际收入为零。在这样的情况下，这位寡妇每花一块钱，她的资本就会减少一块钱。通常来说，我们会对100%的利息税愤怒不已，却对每年5%的通货膨胀率无动于衷。其实这两种情况在经济上是完全等价的。

问题1：

当公司面临通货膨胀的压力，公司是否能够相应地提高产品或服务的价格？

一般来说，一家公司的成本包括原材料的花费、员工的工资、维护设备与厂房的花销，以及更新基本设施所需要的资本投入。这些成本都会随着通货膨胀而升高。如果一家公司能够根据成本的升高相应地提高产品或服务的价格，那么通货膨胀对这家公司的负面影响就会很小，这样的公司是值得投资的。

大部分公司所处的产业的竞争性都很强，所以公司是没有能力随意提高产品或服务的售价的。在竞争性行业里，如果你涨价而竞争者不涨价，你就立刻会失去市场份额，陷入销售困境。在这样的情形下，既然无力涨价，公司只能陷入成本增长而利润率下降的痛苦境地。如果一家公司能够基于通货膨胀的情况相应地提高产品或服务的售价，那么公司就能保持高利润率，这对股东来说是非常好的。有的公司甚至能以比通货膨胀率更高的比例来提高产品或服务的价格，这些企业的利润率在通货膨胀的环境下不降反增，长期来看，这些公司的股东必然能够获得丰厚的回报。

一般来说，航空业、保险业和电脑制造业的公司很难跟随通货膨胀率来提高产品或服务的价格。而一些著名的品牌却能够轻松地做到这一点，比如可口可乐公司、时思糖果公司，这些公司甚至能够在不损失市场份额的前提下，以超过通货膨胀率的幅度提高产品的售价。这样的公司显然是非常值得投资的。

第十九章
是否是周期性行业和周期性股票？

如果你考虑投资一只周期性股票，那么首先你一定要搞清楚这家公司的运营周期是怎样的，与经济周期有着怎样的联系。有些公司在经济大环境好的时候业绩骄人，股价快速上涨；而一旦经济低迷就立刻股价大跌。这种公司的股票就称为周期性股票。

问题1：

你理解公司的运营周期和经济周期的关系吗？

我们可以依照不同的标准把各行各业的产品和服务分成两类：必需品和奢侈品。一般来说，生产必需品的行业是非周期性行业。比如说，食品业、医疗业、汽车和房屋保险业、供电业、供水业和石油业都是非周期性行业。

而生产奢侈品的行业是周期性行业。所谓奢侈品，就是非生活必需的产品和服务，根据价格和经济状况的变化，消费者可以选择推迟消费甚至不消费这些产品和服务。周期性行业包括汽车制造业、旅游度假业、珠宝业、家具业等。

周期性行业的股票称为周期性股票，这些股票在经济复苏和繁荣时期的表现极好。而一旦经济增长放缓或进入萧条期，周期性股票的价格就会大幅下跌，并于经济开始复苏前触底。

要想投资周期性股票赚钱，最重要的一点就是，一定要在经济复苏的早期买入这类股票，然后坚持持有，直到经济走向繁荣。当经济增长开始放缓时，你就可以考虑抛售这些周期性股票，这时候周期性股票的价格通常处于最高点。当然，很难判断出什么时候是股价的最高峰，这时候，不要太贪心，做到见好就收，少赚一点儿钱总好过把赚到的钱全赔光。

当经济增长速度开始放缓时，这些周期性行业公司的营业额会快速下降。周期性股票的价格可能在此之前就已经开始下跌，等到公司的账面营业额开始下降，你手上的周期性股票可能已经基本跌回至经济繁荣前的水平。这个时间差的存在是因为市场具有前瞻性，市场会试图预测未来6个月的情况，并根据这些预测来决定证券的价格。但是，并不是每一个投资者都能正确地预测未来经济周期的变化。所以，你不应该等到大家都抛售的时候才跟风抛售。你应该抢先一步，在大部分投资者争相买入的时候，你就应该趁高价卖出了。

现在，让我们看看福特汽车公司在2000~2010年的净收益数字和股价变化情况（见图19－1）。在经济繁荣的时期和经济萧条的时期，福特汽车公司的净收益情况截然不同、波动极大。福特汽车公司是一家典型的周期性行业公司，从这个表中，我们可以看出周期性股票的表现与经济周期的密切关系。

表19–1 福特公司的净收益情况

年份	净收益（百万美元）
2000	5 410
2001	–5 453
2002	284
2003	921
2004	3 634

2005	2 228
2006	–12 615
2007	–2 764
2008	–14 580
2009	2 694
2010	6 667（2010年第四季度为估计值）

从上表中我们可以看出，福特汽车公司在2000年的净收益是54亿美元，而2001年却从赢利变成了亏损，而且亏损额高达54亿美元。这是由于2001年的经济不景气造成的。如果你持有福特公司的股票，等到公司真的亏损才抛售，那么你会在一年内损失掉股价的50%以上。2002~2005年，经济环境有了改善，福特汽车公司也扭亏为盈。但到了2006年，福特公司又一次亏损126亿美元，并持续亏损3年，2008年的亏损额更是达到了145亿美元。

2009年第一季度以后，美国政府推行了“旧车换现金”的补贴计划，这给美国的汽车工业注入了一针强心剂。在经济危机中，通用汽车和克莱斯勒汽车公司申请了破产保护，并要求政府救助。而福特汽车公司却挺了过来。从2009年第二季度起，经济开始起死回生，并且在2010年继续缓慢增长。在写作本书的时候，福特汽车公司已经发布了2010年前3个季度的财务数据，第四季度的财务数据暂时还未公布。根据当时的估计，福特公司在2010年全年赢利约66亿美元。

那么，福特汽车公司的股价又是怎么变化的呢？2008年10月，福特的股价曾经跌到每股1.01美元。而到了2010年11月，福特公司的股价已经反弹到了每股17.42美元。也就是说，如果你投资了福特公司的股票，那么这13个月内的收益率将高达1 724%。只要了解经济周期的变化，并且正确地找到好的周期性股票，知道什么时候该买入，什么时候该卖出，获得高额的投资回报其实并不难。你并不一定要在最低

点买入、最高点卖出，只要能在较低点买入、较高点卖出，获利就已经相当可观了。

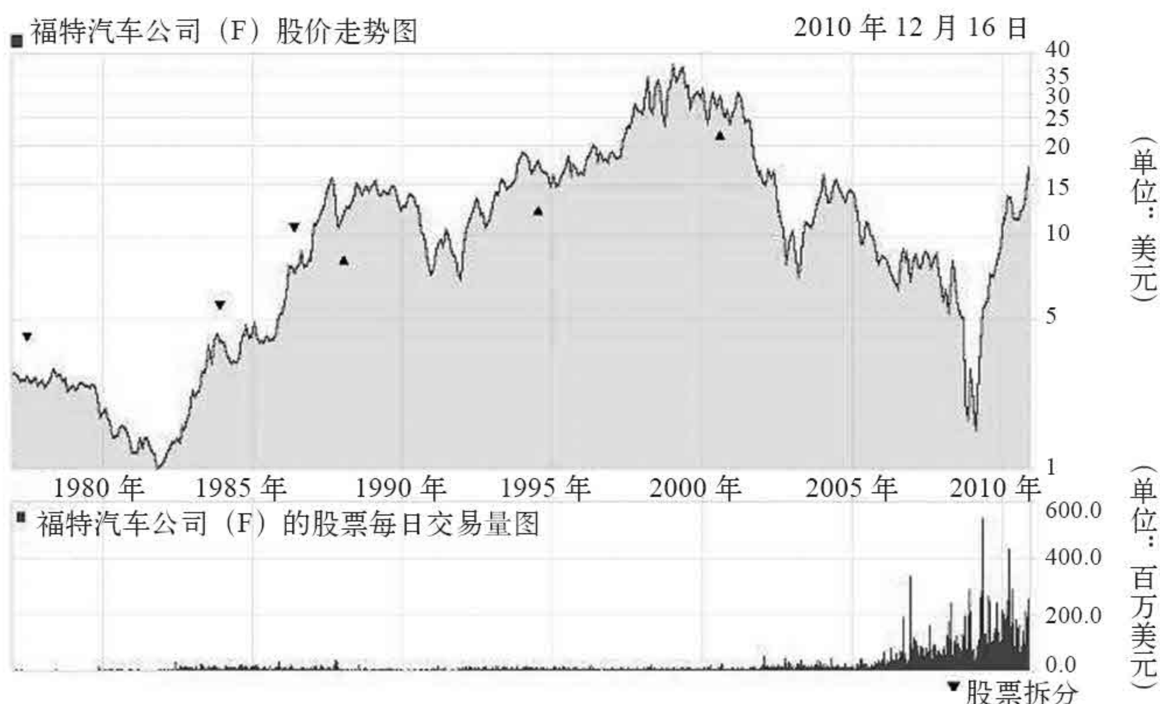


图19–1 福特汽车公司（F）的股价走势和日成交量图

很显然，我们最好是在股价的最高点上抛售手头的周期性股票。那么，什么时候是股价的最高点呢？就是大部分投资者都想要买入的时候。那么，什么时候大部分投资者会想要买入一只股票呢？当然是公司营业额最高、赢利数字最好看的时候。如果你继续等下去，我几乎可以肯定地告诉你，股价最终会跌回较低的水平，你不仅赚不到钱，甚至还会赔进去一些资金。即使在你出手卖掉这只股票之后，股价又继续攀升了一段时间，你也不必因此责备自己。见好就收很重要，因为少赚一点儿钱总好过把赚到的钱全赔光。股价一定会随着经济周期的走向下跌，在下跌之前卖出才是理智的做法。和卖出一样，买入周期性股票也要注意时间差。你应该在经济真的开始复苏之前趁低买入周期性股票。这时候，只有一个问题需要慎重研究，那就是这家公司是否有破产的危险。经过你的研究，如果你还对公司有信心，认为公司有足够的资产能够再挺过一两个萧条的年份，你就可以放心

地趁低买入这家公司的股票。如果你的信心不足，觉得这家公司不一定能够挺过这一轮危机而不破产，那么你也可以选择等待，等到经济复苏的早期征兆出现以后再出手买入。当然，这意味着你的买入价不会是最低的，但是只要你在经济刚刚复苏而且增长还很缓慢的时候买入，一般情况下还是有一定的赢利空间的。

第二十章
企业重建的能力：能否走出困境，再造卓越？

如果你颇具慧眼，能够发掘出一家暂时陷入困境的公司并买入该公司的股票，那么，只要公司如你所预期的那样成功地渡过难关，重新展开正常的经营活动，你就能从股价的上升中收获颇丰。当一家成功的公司情况恶化、陷入困境，大部分投资者都会赶紧卖出这样的股票。正因为普通人不敢在这样的时刻买入，这些公司的股价往往一泻千里。有时候，一旦公司陷入困境，股价可能会从高位下跌90%，甚至更多。而只要公司没有倒闭，日后能够重整旗鼓，那么低价买入的投资者就会赚得钵满盆满。

问题1：

公司是否采取了以下的步骤努力渡过难关？

假设有这样一家公司，当经营情况正常的时候，公司的股价大约是每股10美元。如果处于经济萧条期，公司经营困难，公司的市值可能会蒸发90%，也就是说股价跌至每股1美元左右。让我们再假设，你仔细地研究了这家公司的情况，认为公司最终可以挺过难关，重整旗鼓，所以你决定买入这家公司的股票。你的买入价就是每股1美元。现在，公司开始缓慢地从逆境中恢复，但是恢复的速度十分有限。从目前的情况判断，你认为公司至少还需要3年的时间，营业额才能恢复到萧条前的水平。如果说市场是理性的，那么当公司的营业额和利润恢复到之前的水平时，股价也应该大致恢复到之前的水平。也就是说，3

年后，这家公司的股价会反弹到每股10美元左右。如果你的判断正确，你在未来3年内的收益率就会高达900%，如果换算成年平均复合收益率，你这笔投资的年收益率将为115.44%。

也许你会说，这样的估计未免太乐观了。那么，我们把之前的假设调整得更保守一些：假设3年之后，这家公司的营业额只能恢复到萧条前水平的1/2。也就是说，3年后，这家公司的股价大约为每股5美元。即使是这样，你未来3年的总收益率也有400%，换算成年平均复合收益率，你这笔投资的年收益率依然高达70.99%。

为什么这笔投资的收益率会如此之高呢？因为你抓住了时机，在公司陷入困境的时候低价买入该公司股票。当然，这一切都是基于公司最终将渡过难关、重整旗鼓的判断。如果你的判断是正确的，那么你只需要耐心地持有该公司的股票，静等公司起死回生、股价反弹即可。但必须注意的是，如果你的判断发生错误，公司最终破产了，你就很有可能会损失100%的资本。

所以说，在进行这一类型的投资之前，你最需要搞清楚的问题只有一个，那就是：这家公司是否能够挺过难关，起死回生？为了获得这个问题的答案，你应该对照下面几条，看看公司有没有积极有效地采取行动，努力扭转颓势、走出困境。

1. 既然营业额大幅减少了，那么公司的管理层有没有设法相应地减少开支、节约成本？

2. 面对资金困难的局面，公司管理层有没有及时调整，以尽量减少现金的支出？

3. 公司是否有能力按照合同要求偿还既有的债务？

4. 面对目前的经济状况，公司管理层采取了哪些手段以试图提高公司的销售额？

5. 如果公司有一些高利率的债务，管理层有没有做出应有的努力去重新融资或降低贷款的利率？

6. 公司有没有努力清理赢利状况不良的部门，例如将这些部门出售以换取现金，清偿债务？这样的努力可以减少公司的利息支出，帮助公司挺过难关。

7. 面对公司的债务危机，公司的管理层有没有考虑过二次发行新股，以筹集资金清偿债务？

8. 如果无法从公开市场上募集到资金，公司有没有试过私募股权或者尝试发行次级债务？

9. 公司是否有能力发行长期债券，并用长期债券募得的资金偿还既有债务？

如果你研究清楚了上述的9个问题，那么，你对公司的管理层是否有能力扭转乾坤、让公司起死回生，就应该有一个十分明确的判断了。

正如前文所说，只要你能够冷静客观地成功发掘出一家目前处于困境却有能力起死回生的企业，并投资它的股票，那么，在短时间内获得巨额的赢利几乎是必然的。下面，我们来看一个从企业重建中获利的实例，看看如何通过分析上面的9个问题，来判断一家处于困境中公司的前途和潜力。表20－1是床垫生产商选择舒适公司在2008年年底的资产负债表。

表20–1 选择舒适公司的资产负债表（单位：美元）

资产	2008	2007
流动资产:		
现金及现金等价物	13 057	7 279

资产	2008	2007
应收账款		
（2008年和2007年的呆账准备金分别为713和876）	4 939	18 902
存货	18 675	32 517
所得税退税应收款	25 900	–
预付费用	4 109	9 816
递延所得税	1 323	6 796
其他流动资产	1 150	3 833
流动资产总计	69 153	79 143
物业、厂房及设备（净值）	53 274	80 409
递延所得税	5 941	25 543
其他资产	7 045	5 394
资产总额	135 413	190 489
负债和股东权益		
流动负债：		
循环信贷借款	79 150	37 890

资产	2008	2007
应付账款	40 274	69 775
客户预付款项	11 480	8 327
应记项目:		
退货	2 744	3 751
应付职工福利	14 575	14 865
应缴税金	2 938	4 812
其他流动负债	8 256	9 723
流动负债总额	159 687	149 143
非流动负债		
产品保修责任债务	5 956	6 747
资本租赁债务	621	–
其他长期债务	10 779	10 473
非流动债务总额	17 356	17 220
负债总额	177 043	166 363
股东权益赤字:		
优先股:		

资产	2008	2007
共授权5 000股；全部未发行流通	–	–
普通股：		
票面价值每股0.01美元；共授权142 500股；2008年年底和2007年年底，已发行的流通股分别为44 962股和44 587股	450	446
资本公积	4 417	–
留存收益（累计亏损）	46 497	23 680
股东权益赤字总额	41 630	24 126
负债和股东权益赤字总额	135 413	190 489

根据选择舒适公司2008年的资产负债表，我们可以看出，在2008年年底的时候，这家公司只剩下1 300万美元的现金和6 915万美元的流动资产，而公司的流动负债此时却高达1.596亿美元。2008年年底，选择舒适公司的股东权益为负数，股东权益赤字高达4 160万美元。公司的财务状况实在是惨不忍睹。但是，如果我们稍作进一步的研究，就会发现正面的信号依然存在：当时选择舒适公司的管理层正在试图通过私募股权的方法来筹集资金；此外，公司的账面上还有一笔价值2 590万美元的所得税退税应收款。

关于选择舒适公司的财务和经营状况，公司的管理层在2008年的年报中做出了如下的讨论。

选择舒适公司2008年年报中的管理层讨论

在2008年之前，选择舒适公司连续几年赢利。而在2008年，我们却面临亏损的境地。2008年，本公司的净亏损额为7 020万美元，其中包括3 460万美元的资产减值，还包括2 680万美元的递延所得税准备金。在2008年中，受到床垫行业消费者需求锐减的影响，选择舒适公司的业绩较前几年有了大幅的下跌。在2008年，虽然公司成功产出了300万美元的营业现金流，但第四季度以来，客户需求的锐减和本公司营业成绩的下滑已经严重影响了本公司的财务的流动性。

截至2009年1月3日，选择舒适公司所借外债共计7 920万美元，这尚不包括通过银行信用证借贷的590万美元。鉴于公司的信用总额度为9 000万美元，扣除上述外债，我们目前可用的信用额度只剩下500万美元。为解决公司的财务困难，我们已经通过与债权人的协商,对原有的信贷合同进行了一系列的修订。公司的信贷额度本应于2008年12月1日由9 000万美元下调至8 500万美元，根据上述修订，这一期限将被推迟到2009年3月31日。也就是说，本公司目前的信贷额度仍为9 000万美元，而2009年3月31日起将被下调至8 500万美元。根据修订后的信贷合同，公司的债权人还允许本公司在2009年3月30日之前不履行信贷合同中的某些契约条款，这些豁免条款适用于以下3个会计期间：2008年12月31日，2009年1月31日和2009年2月28日。2009年3月初，本公司有一笔价值约2 300万美元的联邦政府所得税退税到账。根据信贷合同的修订条款，这笔2 300万美元的退税款项已被债权人扣作现金抵押。由于信贷合同的修订条款将于2009年3月30日到期，届时本公司将不再享受上述豁免，而是继续履行信贷合同中的所有财务契约。如果公司不能在此日期之前续签上述豁免修订条款，债权人将有权根据信贷合同的条款起诉公司违约。即使本公司能成功于2009年3月30日之前续签上述豁免修订条款，公司的财务状况仍不容乐观，因为除偿债之外，公司的日常经营活动也急需额外的周转资金。一旦豁免条款续约失败，公司被起诉违约，根据信贷合同，债权人将有权要

求公司立即清偿所有债务。根据信贷合同，届时债权人有权采取各种手段追讨资金，此举很有可能严重影响公司的运营，正常的生产活动将无法继续，甚至必须立刻申请破产。综上所述，目前公司的财务状况具有极大的不确定性，这种不确定性也不可避免地影响了我们和供应商的合作关系。

根据公司的分析和预测，2009年美国国内外宏观经济形势将无明显好转，消费者的需求将持续保持低迷状态。面对这些严峻的情况，管理层仍希望能在2009年内让公司扭亏为盈，同时尽量产生营业现金流以满足公司的资金需求。为此，我们制定和采取了如下的措施：企业裁员、减少资本支出、关闭部分亏损门店、与供应商协商降低采购成本、削减广告和宣传支出、削减市场运作和销售成本，此前与SAP公司合作安装商业软件系统的活动也将暂时全盘叫停。公司近期已出台计划，有针对性地降低产品的零售价，提高促销力度，希望以此挽救销售业绩的下滑。如果2009年的销售业绩不能达到目前的预期，公司将进一步出台更多的减支计划。面对销售业绩的持续下滑，除了上述减支计划以外，公司同时还在积极探索其他可能的战略。我们尤其致力于获得各种融资机会，以改善公司目前的财务危机。

本公司是否能避免破产，是否能继续正常的生产经营取决于很多因素。这些因素包括：宏观经济状况、公司各项减支计划的实行情况、与债权人的谈判协商进度，以及是否能通过其他渠道成功融资。非常遗憾的是，这些因素并非都是可控因素。由于不可控因素的存在，本公司的前途尚不明朗，公司的经营能否存续也还是一个未知数。

即便如此，根据会计法则的规定，本公司仍须依据“持续经营”的基本原则来制作财务报表。根据“持续经营”的原则，财务报表中一切资产的估值和负债的清偿计划仍按照“正常经营活动存续”、“公司不会倒闭”的假设来计算。当然，如果公司不幸破

产，资产的估值和债务的清偿计划将发生重大改变，但根据会计法则的规定，这些改变将不会在本公司的财务报表中反映出来。这一点我们在此特别声明，提请股东们注意。

2006年6月，公司与银团（以下简称“债权人”）签订了一项信贷合同（以下简称“信贷合同”）。根据这一几经修订的信贷合同，目前公司共有9 000万美元的循环信贷额度。按合同规定，这一循环信贷额度可以用于向公司的一般生产经营活动提供资金支持。根据修订过的信贷合同，公司的信贷额度将于2009年3月31日由9 000万美元下调至8 500万美元。而2009年7月1日起，这一额度又将被进一步下调为8 000万美元。上述信贷合同将于2010年6月到期。

2008年2月1日和2008年5月30日，通过公司的协商，债权人两度对上述信贷合同进行了修订。这些修订向本公司提供了一些财务上的弹性，修订内容包括一些附加的财务契约，比如为监督契约履行状况的月度评估机制、对信用额度和贷款到期时间的修改。这些修订还包括提高借款利息的条款，并规定将公司及所有分公司的几乎所有资产用于抵押，以充当债权人的担保权益。此外，这些修订条款还对公司的生产经营活动提出了一系列限制条件。

2007年12月29日，公司的外债共计3 790万美元。而截至2009年1月3日，这一数目将上升到7 920万美元。此外，截至2009年1月3日，公司将有590万美元的未偿还信用证贷款。而在2007年12月29日，公司没有任何未偿还的信用证贷款。未偿还的信用证贷款意味着公司的信用额度将相应减少。2007年12月20日，公司的可用信贷额度是6 210万美元，而到了2009年1月3日，我们将只有500万美元的可用借贷额度。2009年3月初，公司将有一笔价值约2 300万美元的联邦政府所得税退税到账。根据信贷合同的修订条款，这笔2 300万美元的退税款项已被债权人扣作现金抵押。为了解决公司的

近期流动性需求，我们正在和债权人协商，希望能够部分解冻这笔2 300万美元的资金。

截至2009年1月3日，债权人对公司的借款将按照浮动利率计息。具体来说，债权人对公司的借款分为两种：基准利率贷款（利率为优惠利率+最高4.00%的风险溢价或联邦基金利率+5.00%的风险溢价）和欧洲货币利率贷款（利率为伦敦银行同业拆放利率+最高5%的风险溢价，风险溢价视公司的负债情况而定）。除了贷款利息以外，公司还须支付一定的代理费、服务费等。2007年12月29日，公司的所有未偿还债务的平均借贷利率是5.2%。而截至2009年1月3日，公司的所有未偿还债务的平均借贷利率将上升至6.0%。本公司债权人的信贷合同还对公司的经营和财务做出了一些特定的要求，如最高负债率、最低利息覆盖率、最低EBITDA，以及资本支出方面的限制等。

通过阅读这一篇管理层讨论文件，我们可以清晰地看到选择舒适公司的管理层为了挽救公司所制定和实施的具体措施。总之，面对困境，选择舒适公司采取了如下的应对措施：

- 裁员。
- 减少资本支出。
- 关闭部分亏损的门店。
- 从供应链入手降低采购成本。
- 削减广告和宣传支出。
- 削减市场运作和销售成本。
- 削减信息技术软件系统方面的支出。
- 降低产品零售价以提高销售数量。

• 寻找私募股权投资者，试图募集资金。

• 成功地与债权人协商和沟通，获得一些信贷合同方面的豁免条件，使公司暂时避免违反债务契约。

我们可以看到，选择舒适公司的管理层正在积极地应对危机，并且采取了几乎一切可能采取的措施来试图扭转公司的困境。作为一个投资者，我一直密切关注选择舒适公司的消息，关注这些减支措施到底使公司的成本下降了多少。

究竟这些措施的成效如何？从选择舒适公司于2009年第一季度发布的季度财务声明中，我收集到了如下信息。

减支

与2008年同期相比，选择舒适公司于2009年第一季度共减少企业管理费用280万美元。公司第一季度的企业管理费用占净营业额的9.6%，这一比例与2008年同期持平。

2009年第一季度，选择舒适公司共关闭门店30家。预计到2009年年底为止，将进一步关闭另外的25家门店。这55家门店的关闭，预计将为公司在2009年度累计节约固定成本达1 000万美元。

选择舒适公司的供应链改革措施取得了显著的成果。这些改革措施包括物流方面的调整以及关闭内布拉斯加州奥马哈市的仓库等举措。预计2009年，这些改革措施将为公司节约成本超过600万美元。

在2009年第一季度，公司大幅减少了市场营销的成本。2008年第一季度，选择舒适公司的市场营销成本曾占营业收入的24.6%。而2009

年第一季度，选择舒适公司的市场营销成本仅占经营业收入的17.8%，比2008年同期下降了6.8%。

节约现金

2009年第一季度，选择舒适公司通过延迟新店开张和暂停信息技术软件安装工程等手段，大幅缩减了公司的资本支出。选择舒适公司在2009年第一季度的资本支出为120万美元，比2008年同期的1.03亿美元有了显著的下降。

麦克劳克林称："2009年第一季度，公司在很多方面都有了稳步提高，这些提高证明公司管理层制定的重建计划是切实有效的。虽然在过去的几个月中，我们取得了一些喜人的成就，但是公司的管理层仍将毫不松懈地继续推行各项减支措施，努力重塑品牌形象，节约公司的现金储量。我们相信，只要宏观经济状况开始好转，我们现在所采取的这些重建措施必将进一步地提高公司的竞争力，为公司未来的成功打下坚实的基础。"

2009年第一季度，选择舒适公司的营业现金流为2 410万美元，其中包括公司因2008年的亏损而获得的一笔2 300万美元的退税款项。2008年同期，选择舒适公司营业现金流量为1 460万美元。2009年第一季度，公司成功地大幅削减了资本支出，本季度资本支出共计120万美元，而2008年同期的资本支出为1 030万美元。截至2009年4月4日，选择舒适公司所持有的现金及现金等价物共计310万美元，此外，还有2 300万美元的现金被债权人根据信贷合同扣留，不能自由支配。截至2009年第一季度末，公司未偿还的循环信贷借款共计7 430万美元。2009年第一季度结束时，上文提到的被债权人扣留的2 300万美元退税款项已经解除限制，并已被选择舒适公司用于偿还既有债务。因此，目前选择舒适公司未偿还的循环信贷借款已经减少了1 800万美元。

财务状况

目前，选择舒适公司仍未完全脱离财务困境。公司仍无法完全履行银行的信贷合同条款，因此仍需依靠债权人的暂时财务豁免条款才能免于违约。2008年第四季度到2009年第一季度，公司通过与债权人的协商，多次修订信贷合同条款。得益于这些宽限和豁免条款，公司的负债水平始终保持在信用上限以下，使公司得以继续正常的生产经营活动。目前的信用合同修订条款，将于2009年5月8日到期。

如上述内容所说，因为第二季度为床垫行业的传统淡季，2009年第二季度选择舒适公司的现金需求预计将有所上升。因此，公司仍须征得债权人的同意，对信贷合同进行额外的修订和协商，以缓解公司的财务压力。在过去的几个季度中，选择舒适公司一直对债权人采取高度配合的态度，并和债权人保持了良好的沟通和合作。在未来的几个月中，选择舒适公司将继续保持这一做法。为提高公司近期和长期的财务稳定性，公司还积极联系战略投资人和其他融资渠道。虽然目前尚未敲定任何明确的额外融资渠道，但这些尝试仍有成功的潜力。未来如果公司融资成功，那么这一变化可能会使公司的资本成本有所提高，且（或）会稀释既有股东的权益。

2009年5月，选择舒适公司果然成功地融资3 500万美元。这一消息一经宣布，我已经充分地相信选择舒适公司不会走上破产的道路了。

以下是选择舒适公司于2009年第三季度的新闻通稿，其中明确宣布了融资成功的消息。通稿内容如下。

选择舒适公司与斯特林合伙私募基金公司正式达成

3 500万美元融资协议

2009年5月26日

明尼阿波利斯市，2009年5月26日讯

美国床垫行业领军企业，睡眠数字牌床垫的生产商选择舒适公司（NASDAQ：SCSS）近日宣布了一项新的融资计划。选择舒适公司称，该公司已经与斯特林合伙私募基金公司正式达成了一项证券购买协议。斯特林合伙私募基金公司是一家知名的美国私募股权投资公司，致力于成长型公司的投资。根据该项协议，斯特林合伙私募基金公司将以每股0.70美元的价格购入5 000万股选择舒适公司的普通股，总投资额达到3 500万美元。交易成功后，公司将拥有选择舒适公司52.5%的股权。目前，该交易还需通过选择舒适公司的股东大会批准，并需满足其他成交条件后才能正式启动。

上述购买协议除了为选择舒适公司注资以外，还有意敦促选择舒适公司与现有的债权人签订一项新的信贷合同修订案。修订后的信贷合同将授予选择舒适公司7 000万美元的信贷额度，增加一些新的债券契约条款，并将选择舒适公司现有债务的到期日期由2010年6月延迟至2012年12月。不管是斯特林合伙私募基金公司的注资协议，还是新的信贷合同修订案，都将显著提高选择舒适公司的长期财务稳定性。当然，新的信贷合同修订案尚须经过债权人的最终批准，具体的合同文本当时尚未敲定。

2009年第二季度，选择舒适公司的财务和经营状况如下。

减支

公司在2009年第二季度共关闭门店21家，截至第二季度末，2009年公司累计关闭零售门店数量达51家。公司计划于2009年下半年进一

步关停15家门店。根据公司估计，这一举措将在2009年为公司节约门店固定开支约1 400万美元。

公司致力于优化市场营销方面的成本支出，提高市场营销的效率和质量。公司2009年第二季度的市场营销费用为净营业额的17.7%，比2008年同期下降7.65个百分点。而2008年第二季度的市场营销费用占净营业额的25.4%。

2009年第二季度，公司的企业管理费和研发费用比2008年同期下降了250万美元。

重塑“睡眠数字”品牌形象

公司从2009年第一季度开始重新设计部分产品线，并推出一系列有针对性的促销计划。2009年第二季度，公司继续执行和完善上述计划，以贯彻薄利多销、让利于顾客的销售策略。

在市场宣传和营销方面，公司继续推行直复营销的核心策略，并有针对性地在一些本地广播电台上推出产品广告。这些广告主要强调睡眠数字床垫和同类产品的比较优势，并直接告知公司在当地的门店地址，力图有针对性地吸引消费者的注意。

2009年第一季度，选择舒适公司门店的零售额较上个季度下降14%。2009年第二季度，门店的销售额比上个季度下降11%。但与2009年第一季度的数据相比，下降速度已有所放缓。

节约现金及优化资本结构

2009年第二季度，公司继续严格限制资本支出，该季度公司的资本支出共计70万美元，而2009年同期的资本支出高达1 060万美元。资本支出控制效果明显。

2009年第二季度，选择舒适公司与斯特林合伙基金公司达成一项融资协议。根据协议，斯特林合伙基金公司将向选择舒适公司注资3 500万美元。这一融资协议尚须经选择舒适公司董事会最终批准，并需满足其他成交条件后才能正式启动。如果这一融资协议最终成功签订，公司还会与既有债权人重新修订现有的信贷合同。预计修订后的信贷合同将增加新的债务契约条款，并将把选择舒适公司现有债务的到期日期从2010年延迟至2012年。

麦克劳克林表示："通过我们不懈的努力，公司财务状况有了全面的改善，管理层对这一结果表示十分欣慰。2009年下半年，公司管理层将继续致力于节约公司的运营成本，重塑公司的品牌形象，提高现金储量和优化公司的资本结构。这些举措都是为了积累资本，提高公司的竞争力。一旦宏观经济形势好转、床垫产业复苏，这些积累将为公司未来的成功提供坚实的基础。"

2009年上半年，选择舒适公司的营业现金流量共计3 560万美元，其中包括因2008年亏损而获得的2 580万美元的退税款项。2008年上半年，公司的营业现金流量为1 040万美元。2009年上半年，公司成功地缩减了资本支出，上半年的资本支出共计190万美元，较2008年上半年2 090万美元的资本支出有显著降低。这一变化得益于管理层控制新店开张计划和暂停信息技术软件安装计划等措施。截至2009年7月4日，公司共持有现金及现金等价物的价值为450万美元，而公司未偿还的循环信贷借款共计4 380万美元。

前景展望

选择舒适公司的高级副总裁兼首席财务官吉姆·拉贝表示：“据公司预测，2009年下半年，宏观经济形势不会有明显好转，消费者的信心也尚未进入恢复阶段。所以，公司近期的销售业绩仍不容乐观，有可能出现较大的波动。基于上述情况，我们预测公司的销售业绩在2009年下半年仍将继续下滑，但下滑的速度将有所放缓。公司尚未从2008年下半年开始的经济危机的打击中完全恢复过来，但我们正在有条不紊地实施重建计划，力图早日走出困境。”

2009年下半年，管理层预计公司将继续产生正的营业现金流量。在斯特林合伙私募基金公司的注资计划正式生效之前，预计2009年下半年选择舒适公司将摆脱亏损的局面，甚至实现少量赢利。斯特林合伙私募基金公司的3 500万美元注资计划和债权人即将批准的信贷合同修订案将显著优化选择舒适公司的资本结构，满足公司的流动性需求。资金危机的解决显著提高了选择舒适公司的经营自由度，一旦有长期的商机出现，选择舒适公司将有能力抓住机会，走向新的成功。

最新融资信息

选择舒适公司仍未完全解决财务困难，目前，公司仍无法完全履行银行的信贷合同条款，因此仍需依靠债权人的暂时财务豁免条款才能免于违约。目前，公司的循环信贷额度为7 500万美元。

2009年5月26日，选择舒适公司宣布与斯特林合伙私募基金公司正式达成了一个证券购买协议。斯特林合伙私募基金公司是一家知名的美国私募股权投资公司，致力于成长型公司的投资。根据该项协议，斯特林合伙私募基金公司将以每股0.70美元的价格购入5 000万股选择舒适公司的普通股，总投资额达到3 500万美元。交易成功后，斯特林合伙私募基金公司将拥有选择舒适公司52.5%的股权。目前，该交易尚须通过选择舒适公司的股东批准，并需要满足其他成交条件后才能正

式启动。选择舒适公司计划于2009年八九月正式召开股东大会，最终通过并实施上述融资交易。选择舒适公司表示，在上述融资交易全面完成之前，公司还无法和既有债权人签订修订后的长期信贷合同，因此长期信贷合同的问题目前仍有一定变数。即使能够最终签订修订后的长期信贷合同，也可能因此产生高额开支、股份稀释、各种财务限制条件等问题。鉴于斯特林合伙私募基金公司的融资计划，选择舒适公司的现有债权人已经同意修订并重新签署信贷协议，但具体细节仍需双方真诚磋商以后才能敲定。预计修订后的信贷合同将向选择舒适公司提供7 000万美元的信贷额度，并将公司现有债务的到期日期由2010年6月延迟至2012年12月，合同也将修改限制条件，放松对选择舒适公司经营业务的限制。当然，新的信贷合同修订案尚须经过债权人的最终批准，具体的合同文本当时尚未敲定。

2009年6月25日，选择舒适公司宣布，注资方斯特林合伙私募基金公司有意要求选择舒适公司在注资交易完成以后任命帕特·霍普夫为公司新任首席执行官。

2009年8月，选择舒适公司的股东以极小的优势否决了斯特林合伙私募基金公司的注资计划。具体新闻通稿如下。

选择舒适公司未通过注资计划

2009年9月1日

明尼阿波利斯市，2009年9月1日讯

美国床垫业领军人物，睡眠数字牌床垫的生产商选择舒适公司（NASDAQ：SCSS）近日宣布了其股东大会的最新结果。2009年8月27日，为讨论与斯特林合伙私募基金公司合作的融资计划，选择舒适公司召开特别股东大会。同日，选择舒适公司宣布，此项融资协议未能获得股东大会的批准。

选择舒适公司与斯特林合伙私募基金公司的融资协定起草与2009年5月29日。协议原计划让选择舒适公司增发500万股新股，而斯特林合伙私募基金公司则计划以每股0.70美元的价格购入5 000万股选择舒适公司的普通股，总投资额达到3 500万美元。

2009年9月，选择舒适公司公布了第三季度的财务和经营状况。2009年第三季度，公司成功地扭转了零售门店的营业额逐季度下降的问题，第三季度门店的营业额上升了9%。

选择舒适公司公布2009年第三季度财报公司扭亏为盈，每股股票净收益为0.15美元，零售门店营业额上升9%

2009年10月22日

明尼阿波利斯市，2009年10月22日讯

美国床垫业领军企业、睡眠数字牌床垫的生产商选择舒适公司（NASDAQ：SCSS）近日宣布了2009年第三季度的财务和经营状况。截至2009年10月3日，公司第三季度净营业额为1.475亿美元，和2008年第三季度的1.572亿美元的净营业额相比，下降了6%。公司在2009年第三季度的净收益为690万美元，稀释后每股净收益为0.15美元。而2008年第三季度，公司的净收益为100万美元，稀释后每股净收益为0.02美元。2009年第三季度，公司共产生营业现金流1 740万美元。公司在2009年第三季度的财报显示了一项330万美元的一次性开支（每股净收益为0.05美元），此项开支是由于公司终止了某项融资计划而产生的。

选择舒适公司的总裁兼首席执行官比尔·麦克劳克林表示：“公司在2009年第三季度的业绩较之前有了明显提高。这得益于我们的一系列重建计划，包括减少开支、提升品牌形象、提高销量、保存现金储备等。这些措施有效地帮助公司抗击了金融危机的负面

影响。当前，虽然公司的财务和经营状况已经有一些转机，我们已经初步扭转颓势，走上了恢复和发展的长期道路。但是，市场和宏观经济的走势毕竟还不明朗，所以，近期公司将继续执行保守的经营策略。当然，我们同时也在为未来的发展和腾飞积蓄力量，一旦机会出现，我们会迅速调整战略，从恢复模式调整到发展模式。”

在之前3 500万美元的融资计划被股东大会否决以后，斯特林合伙私募基金公司于2009年11月提出一项新的注资方案，表示愿意以每股4美元的价格购入选择舒适公司的普通股，共向选择舒适公司注资1 000万美元。此外，公司还宣布以向公开市场发行新股的形式筹集经营所需资金。

最终，选择舒适公司成功地从斯特林合伙私募基金公司筹集到1 000万美元的资金，此外，又通过在公开市场增发新股筹集了1 640万美元的资金。这两项交易完成以后，选择舒适公司还清了所有债务，成为一家优质公司。

选择舒适公司增发新股成功

2009年12月14日

明尼阿波利斯市，2009年12月14日讯

美国床垫业领军企业、睡眠数字牌床垫的生产商选择舒适公司（NASDAQ：SCSS）今日宣布增发新股事宜取得圆满成功。此次，选择舒适公司共增发普通股380万股，每股的公开发行价格为4.75美元。

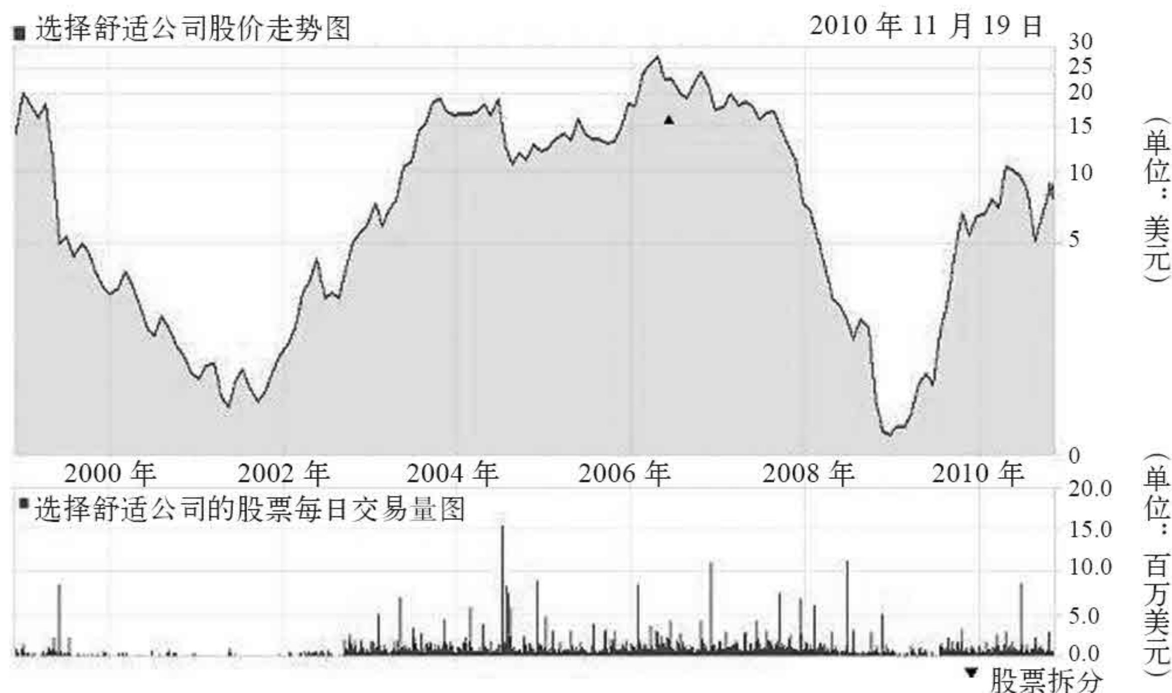
派杰投资银行为此次增发新股的唯一承销商。在扣除承销费用、佣金和其他杂费以后，选择舒适公司大约可以通过本次增发新股筹集到1 640万美元的资金（如果斯特林合伙私募基金公司决定

行使合同规定的优先购买权，选择舒适公司还可额外获得1600万美元资金）。

选择舒适公司表示，增发新股筹得的资金将用于偿还外债和增加公司的运营资本。公司的总裁兼首席执行官比尔·麦克劳克林表示：“公司的管理层一直尽全力挽救公司的资产情况，提高公司的财务状况水平，此次公开增股的成功是公司经济恢复道路上的又一个里程碑。之前我们已经成功获得了斯特林合伙私募基金公司的注资，加上此次公开增股所得的资金，已经足够我们还清所有债务。之前，债权人在信贷合同中要求本公司以股权的方式募集资金，现在我们已经成功履行了此项义务。公司在近期内无意再以增股的形式筹集资金。

选择舒适公司的故事，是一家公司从困境中起死回生、成功地完成重建的故事。如果你是选择舒适公司的股东，你就会从这样的成功重建里获取惊人的高额利润。

选择舒适公司的股价走势如图20－1所示。



从图20－1中可以看出，2008年12月，选择舒适公司的股价曾经跌到每股0.19美元，可是，到了2010年4月公司复苏以后，股价已经反弹到了每股12.06美元。也就是说，这17个月内，选择舒适公司股票的收益率是6 347%。当然，我们很难有那样的运气和判断力，能在股价的绝对最低点买入，然后于绝对最高点卖出。但是，我们假设你为稳妥起见，等到选择舒适公司宣布了私募股权注资计划以后才决定投资这家公司，那么你就会在2009年5月份出手买入这只股票，而2009年5月份，选择舒适公司的股价最高时不超过每股1.21美元。你仍然可以借此获利996%！就我个人的投资而言，我分几次购入选择舒适公司的股票，平价购入价大约为每股0.45美元。最后，我以每股9美元的价格抛售了选择舒适公司的股票。在大约17个月的时间内，因为发掘出了这家有潜力的企业，我大约从中获利2 000%。

投资一家重建中的企业可能给你带来巨额的财富，但是这一切的前提是：你必须确定公司真的能够起死回生，而不是以破产收场。如果相关的证据不足，你无法判断公司是否能起死回生，那么请不要轻率投资，因为一旦公司破产，你很可能会赔掉所有的资本。你可以在

自己的投资组合里适当加入一些重建中的公司，只要其中有一家公司能够起死回生、重新走上正轨，你就会获得极为丰厚的回报，你所冒的风险就是值得的。

第二十一章
公司的股价：内在价值与账面价值

问题1：

公司的市盈率是否低于公司的增长率？

公司市盈率（PE）的计算公式如下：

市盈率=当前股价÷前一年的每股收益

即使一只股票通过了股票研究清单上的所有项目的测试，但只要它的市盈率过高，你就很难通过买入这只股票赚到钱。怎么判断一只股票的市盈率是高是低呢？首先，我们应该计算出公司过去10年的增长率。一只合格股票的市盈率应该低于该公司的长期增长率。假设一家公司过去5年的年平均增长率是20%，那么以15倍左右的市盈率水平购入这只股票是比较合理的，这里我们可以用保守估计的未来每股收益代替上面公式中的前一年的每股收益。一般来说，不管是哪种类型的公司，只要股票的市盈率超过20倍，买入都要绝对谨慎。

比较公司的市盈率和增长率是一件很简单的事情，但这个小诀窍却是投资中非常重要的一个标准。尤其是当你考虑买入某些高速增长的行业或公司的股票时，尤其不要忘了这个标准。一般来说，公司的增长潜力越大，市盈率也会越高。但是一旦关于这家公司或这个行业的利空消息传出，或是一旦整个股市发生暴跌，高市盈率的股票总是

首当其冲地跌得尤其惨烈。这才是你购入这些高增长公司或高增长企业股票的好时机。简而言之就是，一定要趁着股票市盈率低于公司增长率的时候买入股票，如果市盈率高于增长率，说明这只股票跌得还不够低，还不是最佳买入时机。

计算股票市盈率的时候，也有一些情况需要注意。如果你完全照搬上文的公式，用前一年的每股净收益作为市盈率的分母，那么你算出来的市盈率被称为“现行市盈率”，这个指标的指导价值并不大。你应该用过去几年的平均每股净收益代替前一年的每股净收益作为分母，这样算出的市盈率不受净收益年际波动的影响，能够更好地指导你的购买决策。尤其是当你计算一只周期性股票的市盈率时，这一点尤其值得注意，因为周期性行业的股票每股净收益的波动较大。当经济低迷时，公司的每股净收益往往大幅下降，分母变小，市盈率就会提高。但这其实只是经济周期的正常现象，并不代表这只周期性股票的股价被市场高估了。只要按上面提到的方法计算平均市盈率，而不是某个时点的现行市盈率，就能很好地避免这种不必要的干扰。在实际操作中，公司的年报和标准普尔公司发布的报告，总会给出一高一低两个市盈率，通过这两个数据，可以轻松地算出一只股票的平均市盈率。

现在，让我们来看一看可口可乐公司在2000~2009年的平均市盈率情况。

表21–1 可口可乐公司的平均市盈率情况（2000~2009年）

年份	市盈率（低）	市盈率（高）	市盈率（平均值）
2000	49	76	62.5
2001	26	39	32.5
2002	27	36	31.5
2003	21	29	25

2004	19	27	23
2005	20	22	21
2006	18	23	20.5
2007	18	25	21.5
2008	16	26	21
2009	13	20	16.5

2000~2009年间，可口可乐公司的平均市盈率是27.5。

而2000~2009年间，可口可乐公司每股净收益的增长率是12.8%，具体的数据和计算在前面的章节已经讲过，此处不再赘述。经过简单的比较，我们可以判定，可口可乐公司的市盈率要高于它的长期增长率。

那么，固特异轮胎公司的情况又如何呢？我们也来算一算固特异在2000~2009年的市盈率。

表21–2 固特异公司的平均市盈率情况（2000~2009年）

年份	市盈率（低）	市盈率（高）	市盈率（平均值）
2000	无法计算	无法计算	无法计算
2001	无法计算	无法计算	无法计算
2002	无法计算	无法计算	无法计算
2003	无法计算	无法计算	无法计算
2004	11	24	17.5
2005	9	15	12
2006	无法计算	无法计算	无法计算
2007	32	56	44

2008	无法计算	无法计算	无法计算
2009	无法计算	无法计算	无法计算

除了2004年、2005年和2007年，其他年份中固特异轮胎公司的市盈率都是无法计算的。这是因为其他年份中，固特异公司的每股净收益都是负数，而负的市盈率是没有意义的。

如果只看2004年、2005年和2007年的市盈率，固特异轮胎公司这3年间的平均市盈率是24.5。

由于固特异轮胎公司在2000~2009年的净收益增长率也是负数，所以我们无从比较平均市盈率和长期增长率的关系。

2010年12月，固特异轮胎公司的股价是每股11.60美元，当时的市盈率是41.33。固特异公司当时的每股净收益只有0.28美元，正是因为每股净收益过低，股票的市盈率才会如此之高。

上述的市盈率计算，分母都是使用前一年的每股净收益，正如前文所说，这样计算出来的市盈率的指导价值不大。我们应该关注的是一家公司未来的收益情况，而不是过去的收益情况。因为正如沃伦·巴菲特所说："当然，今天的投资者不可能从公司过去的增长中获利。"在作投资决定的时候，我们的决定应该是基于对公司未来赢利情况的估计，而不是只关注过去的赢利情况。话虽如此，观察公司过去几年赢利状况的变化，可以帮助我们发现公司未来赢利情况变化的规律。一旦掌握了这个规律，计算公司未来的赢利情况就变得容易了。在计算公司的内在价值的时候，我们将要用到这个方法。除了观察公司过去的赢利变化规律，我们还可以通过其他渠道了解更多的信息。比如说，收听公司的电话新闻发布会、阅读公司的年报和季报、听一听公司的管理层如何预测未来的经营状况，这些都能给我提供有用的信息。此外，我们还应该关注公司最近有没有什么新的改革措施

或战略举措，有没有新的研发成果或产品。如果你判断这些新的东西能够大幅提高公司未来的赢利情况，那么你应该趁着市场还没有完全发现这一点之前，抓紧时间行动起来。

如果你的研究对象是一家超高速增长的公司——年增长速度超过30%的公司——那么，你一定要问自己一个问题：这样的高速增长是可持续的吗？如果公司的超高速增长是因为某一个或某一些特定产品的成功，那么，你应该进一步深入研究这些产品，看看产品的出厂数量和销售数量有什么样的趋势。一般来说，刚刚研究出来的新产品的销量和利润可能会以一个极高的速度增长，但这个超高速增长的时期并不会很长。过不了多久，竞争者可能推出同类型的产品，消费者的热情也可能会减退，这个最初的超高速增长时期往往也会随之结束。所以不管公司的某个产品有多么成功，只看短期的增长速度是非常不全面的。你的眼光应该放得更为长远。如果公司的某一个产品慢慢地不再受欢迎，想一想：公司有没有推出或准备推出新品，以此保持高速增长？此外，你还应该研究一下：公司最近的增长率是多少？利润率又是多少？因为越是高速增长的公司或行业，越容易吸引新的竞争者，一旦新的竞争者出现，价格战就会打响，利润率就会下降，这意味着之前高速增长的神话很快将不复存在。

问题2：

公司的股价是否低于公司的内在价值？

当你详细研究完一只股票——逐条检查过我们股票研究清单里的每一个项目——最后一个终极问题就是：公司的股价是否低于我计算出来的公司内在价值呢？关于公司内在价值的计算，我们将会在接下来的第二十三章中作进一步的详细说明。现在假设我们已经计算出了公司的内在价值，那么股价和公司的内在价值之间应该有着怎样的关系呢？一般来说，股价比公司每股内在价值低25%以上的股票才是值得

投资的股票。如果股票的市场价格能比公司的每股内在价值低50%，甚至更多，那么这只股票的价格就相当理想了。如果一家公司经营稳健、潜力突出，其股票通过了股票研究清单上的所有项目的测试，只要股票的价格高于其内在价值，就绝对不能购买。我个人的原则是：只买股价比公司每股内在价值低25%或更多的股票，只要是不满足这一条，再好的股票我也绝不入手。不管一家公司有多么成功，如果公司股票的市场价格已经超过了公司应有的价值（即内在价值），那么买入这样的股票就不会赚钱，只会赔本。

问题3：

公司的股价是否低于公司的账面价值？

一般来说，公司的账面价值并不能反映它的实际价值，所以我们进行投资决策的时候，不应该过度依赖账面价值这个指标。有些投资理论认为，如果一只股票的价格低于每股的账面价值，那么这只股票必然是被市场低估的。很遗憾，这种说法虽然听起来有一定道理，却并不成立。

为了解释这个问题，让我们来看一个例子。假设某家实业公司5年前投入1 000万美元用于更新机器设备。公司购入的机器设备当然会逐年折旧，在此我们假设过去5年中每年的折旧是100万美元。于是，5年后的今天，从公司的账面上来看，这批机器设备的价值为500万美元。但是，5年前购入的机器设备如今已经过时，只要新一代的机器设备一上市，这批过时的设备基本上就是一文不值。如果这家公司真的把这批老的机器设备拿到市场上出售，只能收回账面价值的10%~20%。在这个例子里，很显然，公司资产的实际价值可能远低于公司的账面价值。

除了机器设备，应收账款的实际价值也往往低于它的账面价值。当顾客购买了公司的产品或服务，却还没有全额付款的时候，顾客欠公司的钱就是公司的应收账款。顾客欠公司多少钱，公司的账面上就会有相应数额的应收账款，可是在大部分的情况下，公司是无法全额收回应收账款的。在我经营软件公司的时候，我自己就碰到过这样的问题。总会有一些客户出于这样或那样的原因，不能或者不愿付款。我自己经营软件公司多年，没有任何一年能够100%地收回顾客拖欠公司的账款。一般来说，如果多次催款不成功，公司就会找专门的催款公司向客户催款。即使催款公司可以成功地帮你追回欠款，它们也会对追讨回来的款项收取18%~25%不等的佣金。这笔佣金支出当然会影响公司的利润率，但是如果不找催款公司，自己又无力追回欠款，就只有上法庭打官司这一条出路了。不幸的是，即使官司胜诉、欠款追回，律师也会对追回的款项收取50%的费用。总而言之，对大多数企业来说，应收账款都是无法全额收回的，所以应收账款的实际价值往往小于它的账面价值。

在巴菲特的商业投资生涯中，也不难找到这样的例子。20世纪60年代，巴菲特收购了伯克希尔·哈撒韦公司，巴菲特所付的收购款低于伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值。由于当时的伯克希尔·哈撒韦公司主营纺织业，账面资产包括不少纺织机器设备。后来，当巴菲特决定从纺织业撤出的时候，他把公司账面上的纺织设备出售变现，结果，这些纺织设备的售出价只相当于账面价值的10%。

当然，纺织行业是一个设备密集型的产业，相对而言，如今热门的高科技公司因为固定资产较少，账面价值也相对较低。对于这样的企业，即使股价远远高于公司的账面价值，也并不说明这只股票不值得买入。高科技公司不需要多少的资本投入，公司的价值主要体现为未来为股东创造的收益，以及公司的发展潜力。例如，数据库产业巨头甲骨文公司的市值是1 592.03亿美元，而它账面上的股东权益只有321亿美元。也就是说，公司的市值是账面价值的4.96倍。但是，甲骨

文公司的经营状况良好，很有发展潜力。所以说，高科技公司的市值往往远高于账面价值，这不应该成为我们否决这类股票的依据。

问题4：

公司有没有什么潜在的催化剂事件？

如果你判断公司目前的股价低于公司的内在价值，那么这可能是一个好的买入机会。但是，如果公司的股价一直被市场低估，一直不向其内在价值靠拢，即使你的判断完全正确，你也还是没有办法赚到钱。所以，除了判断公司的股价是否低于其内在价值，你还应该关注公司是否有一些潜在的催化剂事件。催化剂事件可以将公司的真正价值“解锁”，也就是说，这些事件能够让市场认识到这家公司的真正价值，从而让内在价值反映到股价上。催化剂事件通常包括新产品的推出、出售公司的某些部门甚至整家公司、对其他公司或部门的并购、开拓新的市场、签订大单合同、“企业狙击手”试图收购该公司等。如果公司未来即将发生上述事件，市场很可能会以此为契机重新评估公司的价值，而你也可以借着这些催化剂事件实现快速获利。

第二十二章
实例：依据股票研究清单逐条分析一只股票

在前面的章节里，我已经逐项详细地介绍了我们的股票研究清单。为了更好地认识和理解这份股票研究的清单，我们必须真正地把这些概念运用到实际的股票研究中去。因此，在这一章节中，我将以印孚瑟斯技术有限公司作为实例，具体示范股票分析的步骤和细节。针对印孚瑟斯技术有限公司，我将依据股票分析清单上的条目对其逐条评估、逐条打分，最终对这只股票做出总体的分析和判断。印孚瑟斯技术有限公司成立于1981年，是一家信息技术研发和咨询服务公司。印孚瑟斯技术有限公司的业务遍布全球，向各国企业提供离岸的信息技术支持。公司的大部分离岸研发支持业务都是在印度境内完成的。印孚瑟斯技术有限公司的股票在纳斯达克以美国存托凭证的形式交易，股票代码为INFY。2010年12月，印孚瑟斯公司的股价为每股74.53美元。

问题1：

你了解印孚瑟斯公司的业务吗？这是一家业务内容和经营模式相对简单的公司吗？

这个条目包括两个小问题。首先，公司的业务内容和经营模式是简单还是复杂？印孚瑟斯公司属于信息技术产业的公司，主要业务是提供信息技术服务，虽然听上去感觉比较抽象，但其实公司的业务内容和经营模式是相对简单的。概括说来，世界各地、各行各业有各种

不同的企业，但是很多企业都需要一套信息技术的应用系统，用来管理企业的方方面面，从而提高管理效率和企业的生产力。即使是很小的公司，也会需要一些商业应用的软件来有效率地管理公司的方方面面。因为每个公司的需求不同，这些软件和应用系统常常必须是量身定做的，所以公司需要找到合适的“服务商”，以便帮它们研发适合自己的应用系统，并负责这些系统的维护工作。印孚瑟斯公司就是这样一家服务商，因为印孚瑟斯公司的大部分软件研发工作都是在印度境内完成的，因此，相对于美国国内的信息技术服务商来说，印孚瑟斯公司是有一定的成本优势的。

股票研究清单上的条目不少。如果公司在某一方面的表现合格，那么我就把这个条目判定为“合格”。如果公司在这方面的表现不尽如人意，不符合投资者的筛选标准，我们就把这个条目判定为“不合格”。根据上面的分析，印孚瑟斯公司的业务内容和经营模式是相对简单的，在这一条目上被判定为“合格”。

这个条目的第二个小问题是：你了解印孚瑟斯公司的业务吗？答案是肯定的。印孚瑟斯公司提供信息技术软件的研发和咨询服务，公司的外包业务分为境内外包和离岸外包。印孚瑟斯公司的业务范围遍及全球。印孚瑟斯公司的服务有时是按项目收费的，有时则按服务时间长短收费。公司的主要竞争对手包括美国境内的信息技术服务公司，以及位于印度、菲律宾等国的离岸信息技术服务公司。而在人力资源方面，印孚瑟斯公司需要与其他印度境内的信息技术公司争夺人才，才能雇用到高质量的信息技术人员。

所以，本条目的判定结果：**“合格”**。

问题2：

印孚瑟斯公司是否有技术上或其他方面的“壁垒”，能够阻止竞争对手抢夺自己的市场份额？

我们可以从以下几个方面判断印孚瑟斯公司是否存在保护自己的“壁垒”：

品牌。印孚瑟斯公司是业界知名品牌，是信息技术离岸外包行业的领头羊。印孚瑟斯公司的63家分部和研发中心遍及印度、澳大利亚、波兰、英国、捷克等国。在美国商界，印孚瑟斯公司的口碑很好，大多数世界500强企业都是印孚瑟斯公司的客户。事实上，在离岸信息技术外包服务商中，印孚瑟斯公司并不是报价最低的，很多其他离岸信息技术外包服务商都在试图用低价争夺印孚瑟斯公司的客户，但印孚瑟斯公司在行业中的领导地位目前尚无人能够撼动。因为品牌效应，虽然印孚瑟斯公司和其他同在印度的信息技术服务商提供类似的服务，却能够收取更高的服务费。

公司规模。截至2010年9月30日，印孚瑟斯公司的员工数量达122 468名（包括分公司员工）。因为规模上的优势，印孚瑟斯公司能够轻松地承接大型项目，而印孚瑟斯公司的很多竞争对手都没有这个能力。

客户的高额转换成本。一旦一家企业雇用印孚瑟斯公司为软件服务商，印孚瑟斯公司会深入细致地研究客户的商业需求，为客户量身定做一套独一无二的信息应用系统。如果企业想要转雇其他的软件服务商，有很多困难，而且转换成本极高，至少在短期内是几乎不可能实现的。因为即使是技术再高超的软件服务商，也无法把别人做了一半的项目迅速接手。想要更换软件服务商，必须要求新的服务商全面理解旧服务商的研发方法和逻辑，还要重新向新服务商传达企业的特点和需求，这些工作费时、费力、费钱，难度极大。所以，不到万不得已，企业一般不愿意更换软件服务商。

客户忠诚度。从软件系统的研发到系统的安装调试使用，印孚瑟斯公司一般都与客户保持着密切的沟通和合作。在这样的过程中，客户的忠诚度也就一点一滴地建立起来。良好的客户关系是印孚瑟斯公司的一笔巨大的财富，不管是现在还是未来，这笔财富都会给印孚瑟斯公司带来源源不断的营业收入。如何研究一家公司的客户是否忠诚？我们可以看看公司的营业额细分。就印孚瑟斯公司来说，公司有97%的营业额来自既有客户，而只有3%的营业额是由新客户贡献的。可见，印孚瑟斯公司的客户关系经营得非常好，客户的忠诚度极高。

根据上面的内容，我们可以很有把握地说，在直接承接客户项目、按项目收费的业务中，印孚瑟斯公司有不少壁垒可以保护自己不受竞争对手的威胁。而印孚瑟斯公司的另一部分业务模式是：由别的承包商为印孚瑟斯公司介绍客户，而印孚瑟斯公司仅作为供应商向客户提供按时计费的咨询支持服务。在这一方面，印孚瑟斯公司的优势和壁垒相对较小，很多美国的信息技术供应商都做得很成功，是印孚瑟斯公司有力的竞争对手。在这一部分的业务方面，印孚瑟斯公司的利润率相对较低，竞争壁垒也相对较低。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题3：

印孚瑟斯公司的业务性质是什么？公司是否属于沉闷无聊、不被关注的行业？

信息技术产业是一个高速发展的热门行业。在信息技术产业工作的人员，不管是管理人员还是技术人员，都必须不断地学习，努力更新自己的技术和能力，以便跟得上行业发展的脚步。如果故步自封，公司的服务和技术都很容易过时，客户也会转投他人的怀抱。因此，这不是一家沉闷无聊、无人关注的公司。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题4：

印孚瑟斯公司是否在从事肮脏、令人不快的业务？

显然不是。信息技术产业是利润高、潜力大、发展迅速的热门产业。显然并不是肮脏的、令人不快的产业。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题5：

如果是美国连锁的企业，公司在扩张到全美国之前，是否已在多地获得成功？

印孚瑟斯公司刚成立的时候，主要在印度境内提供信息技术服务。在取得印度国内的成功之后，印孚瑟斯才开始向国际市场进军。如今，公司的客户和业务遍及世界各地。目前，印孚瑟斯公司的63家分部和研发中心遍及印度、中国、澳大利亚、波兰、英国、捷克、加拿大、日本等国。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题6：

印孚瑟斯公司是否在市场的某个板块中占据绝对优势？

印孚瑟斯公司并没有在行业中取得垄断地位。印孚瑟斯公司主要提供综合性的信息技术外包服务。虽然有着良好的品牌形象和客户忠实度，但却并不能说在市场上占有绝对优势。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题7：

印孚瑟斯公司是否属于热门行业的企业？

离岸信息技术外包行业曾经是一个红极一时的热门产业，但那已经是20世纪90年代初的事情了。如今，信息技术外包已算不上什么新鲜事，印孚瑟斯公司和其他服务类公司一样在为客户提供服务，仅此而已。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题8：

印孚瑟斯公司过去10年的利润增长率是多少？利润增长是否稳健？

首先，我们来回顾一下年平均增长率的计算公式。在本章接下来的内容中，我们将反复使用这一公式，计算公司各项指标的年平均增长率。年平均增长率的计算公式如下：

$$I=[(FV\div PV)^{1/N}-1]\times 100\%$$

其中，I=公司每股收益的年增长率

FV=公司每股收益的终值

PV=公司每股收益的现值

N=年数

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的每股收益数据如下：

表22-1 印孚瑟斯公司每股收益

年份	每股收益（美元）
2001	0.25
2002	0.31
2003	0.37
2004	0.51
2005	0.76
2006	1.00
2007	1.50
2008	2.02
2009	2.25
2010	2.30

从上表中不难看出，2001~2010年间，印孚瑟斯公司的每股收益一直稳健上升。尽管2001~2010年间曾两度发生经济危机，印孚瑟斯公司却始终保持赢利增长。从这一点来看，印孚瑟斯是一家非常优秀的企业，其管理经营状况令人满意。

通过简单的计算，我们可以得出，印孚瑟斯公司在2001~2010年间的每股收益年平均增长率是24.84%。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题9：

印孚瑟斯公司如何处理公司的留存收益？公司的股价中是否反映出了留存收益的状况？

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的每股收益数据如下：

表22-2 印孚瑟斯公司每股收益

年份	每股收益（美元）
2001	0.25
2002	0.31
2003	0.37
2004	0.51
2005	0.76
2006	1.00
2007	1.50
2008	2.02
2009	2.25
2010	2.30

2001~2010年间，印孚瑟斯公司股票的每股累计收益是11.27美元。

而印孚瑟斯公司在这期间的每股股价变化则是，74.20美元－27.11美元=47.09美元。

算一下这两个数字的比值：47.09美元÷ 1.27美元=4.17美元。

也就是说，每一美元的留存收益最终产生了4.17美元的股价变化。这个指标是相当杰出的！

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题10：

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的股东收益增长率是多少？股东收益增长是否稳健？

让我们来复习一下股东收益的计算公式：

股东收益=期末净利润+ 折旧和摊销 – 公司资本性支出

印孚瑟斯公司在2001~2010年间股东收益的具体信息，如下表所示：

表22–3 印孚瑟斯公司的股东收益

年份	期末净利润（百万美元）	折旧和摊销（百万美元）	资本性支出（百万美元）	股东收益（百万美元）
2001	132.00	24.50	96.80	59.70
2002	164.00	33.60	68.30	129.30
2003	195.00	39.40	43.20	191.20
2004	270.00	52.30	93.20	229.10
2005	419.00	66.00	186.00	299.00
2006	555.00	99.00	246.00	408.00
2007	850.00	118.00	336.00	632.00
2008	1 155.00	157.00	374.00	938.00

2009	1 281.00	165.00	285.00	1 161.00
2010	1 313.00	199.00	192.00	1 320.00

从上表的最后一列可以看出，印孚瑟斯公司的股东收益在2001~2010年逐年上升，而且势头稳健。

通过简单的计算可以得出，印孚瑟斯公司在2001~2010年间的股东收益年平均增长率是36.28%。

在股东收益这一项上，印孚瑟斯公司的表现优异。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题11：

最近几年，印孚瑟斯公司的利润增长率是多少？近期，利润增长率和长期利润增长率一致吗？

目前，世界经济正处于萧条时期，印孚瑟斯公司在近几年的利润增长有所放缓。2008~2010年的利润增长率略低于公司的长期利润增长率。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题12：

印孚瑟斯公司最近的赢利增长是不是由某个暂时性、一次性的事件造成的？

经查，并没有这一类的一次性事件使得印孚瑟斯公司的赢利暂时提高。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题13：

印孚瑟斯公司的营业现金流量是多少？营业现金流量的增长率是否稳定？

印孚瑟斯公司在2001~2010年的营业现金流量数据如下：

表22–4 印孚瑟斯公司的营业现金流量

年份	营业现金流量（百万美元）
2001	162
2002	212
2003	258
2004	345
2005	522
2006	698
2007	970
2008	1 308
2009	1 539
2010	1 659

不难看出，2001~2010年间，印孚瑟斯公司的营业现金流一直稳步上升。这对股东或潜在的投资来说，都是正面消息。

经过简单的计算，我们可以知道，2001~2010年间，印孚瑟斯公司的营业现金流量的年平均增长率是26.19%。

26.19%的年平均增长率，连续10年的稳健增长，不管是哪一条，都足以让一家企业引以为傲了。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题14：

印孚瑟斯公司在过去的一轮经济危机中的表现如何？

2001~2010年，印孚瑟斯公司的净收益数据如下：

表22–5 印孚瑟斯公司的净收益

年份	净收益（百万美元）
2001	132
2002	164
2003	195
2004	270
2005	419
2006	555
2007	850
2008	1 155
2009	1 281
2010	1 313

2001~2003年是美国经济的萧条期，之后短暂的繁荣过后，美国又在2008年迎来了新一轮的经济危机，而且是一次规模极大的经济危机。面对这些风浪，印孚瑟斯公司的表现如何呢？从上表可以看出，在此期间，印孚瑟斯公司的净收益数字从未下滑过。经济危机期间，印孚瑟斯公司的净利润增长率虽然有所放缓，但还是保持上升的势头，亏损的情况更是从没有出现过。我们可以肯定地说，印孚瑟斯公司在经济危机中的表现是相当突出的。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题15：

如果你因为某一项特定产品的成功而考虑投资这家公司，那么这项产品的销售额占公司总销售额的比例是多少？

印孚瑟斯公司的业务内容遍及信息技术服务的各个领域。印孚瑟斯公司的成功并非依赖于某一个特定产品。

本条目不适用于印孚瑟斯公司。

问题16：

印孚瑟斯公司的客户集中度是否过高？

根据2010年9月30日公布的公司第二季度的季报，没有一家客户贡献的营业额超过印孚瑟斯公司总营业额的10%。

在向美国证券交易委员会报备的6－K表格中，印孚瑟斯公司对公司的主要客户作了如下描述：

2.20.3重大客户

截至2010年9月30日，过去3个月中无任何客户所贡献的营业额超过公司总营业额的10%；过去6个月中，也没有任何客户所贡献的营业额超过公司总营业额的10%。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题17：

印孚瑟斯公司的负债水平是否合理，履行债务合同是否有困难？

印孚瑟斯公司没有任何长期债务，公司发展扩张所需的资金主要来自公司营业产生的现金流。印孚瑟斯公司的债务负担是很小的。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题18：

印孚瑟斯公司的短期负债水平是否合理，偿还短期负债是否有困难？

截至2010年9月30日，印孚瑟斯公司没有任何短期负债。这对股东来说是非常不错的消息。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题19：

印孚瑟斯公司的流动比率是多少？

流动比率的计算公式如下：

流动比率=流动资产÷流动负债

截至2010年9月30日，印孚瑟斯公司的流动比率为：52.11亿美元÷8.25亿美元=6.31。

6.31是一个非常高的流动比率。显然，印孚瑟斯公司完全没有流动性方面的问题，偿还流动负债毫无压力可言。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题20：

印孚瑟斯公司的长期负债水平是否合理，偿还长期负债是否有困难？

上述内容已经说过，印孚瑟斯公司没有任何长期负债，所以显然不会有这方面的困难。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题21：

印孚瑟斯公司的利息支出是否很少，甚至为零？

因为没有长期负债，也没有短期负债，所以印孚瑟斯公司没有任何的利息支出。这是一个非常大的优势，因为印孚瑟斯公司赚得的每

一分钱都可以毫无负担地投入到公司的扩大再生产中，而这些投入在未来又会给公司带来更多的利润。对于印孚瑟斯公司的股东来说，这实在是十分有利的情况。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题22：

印孚瑟斯公司是否有优先股？

根据公司的资产负债表，印孚瑟斯公司没有任何优先股。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题23：

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的股本回报率如何？总体趋势是上升还是下降？

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的股本回报率数据如下：

表22-6 印孚瑟斯公司的股本回报率

年份	股本回报率（%）
2001	51.8
2002	43.6
2003	36.5
2004	34.2
2005	38.0
2006	35.9

2007	37.3
2008	34.9
2009	33.3
2010	28.7

2001~2010年，印孚瑟斯公司的平均股本回报率很高，这真是一个好消息。印孚瑟斯公司的股本回报率一直保持了较高的水平，即使是在经济形势最差的2010年，股本回报率也达到了28.7%，这样的表现相当令人满意。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题24：

印孚瑟斯公司的股东权益是不是大于公司的长期负债？

如前文所述，印孚瑟斯公司没有长期负债，所以股东权益显然是大于长期负债的。印孚瑟斯公司的财务状况简直无懈可击。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题25：

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的销售净利率走势如何？有没有稳健上升，或至少保持稳定？

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的销售利润率数据如下：

表22–7 印孚瑟斯公司的销售利润率

年份	净销售利润率（%）
2001	31.9
2002	30.2
2003	25.9
2004	25.4
2005	26.3
2006	25.8
2007	27.5
2008	27.7
2009	27.5
2010	27.3

在2001~2010年间，印孚瑟斯公司的平均净销售利润率是27.55%，这个数字远超同行业的竞争对手。虽然信息技术外包产业的利润率普遍较高，但印孚瑟斯公司的表现仍然是出类拔萃的。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题26：

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的销售毛利率的走势如何？有没有稳健上升，或至少保持稳定？

销售毛利率的计算公式如下：

销售毛利率=（毛利润÷营业收入）×100%

印孚瑟斯公司在2001~2010年销售毛利率的具体信息，如下表所示：

表22-8 印孚瑟斯公司的销售毛利率

年份	毛利润（百万美元）	营业额（百万美元）	销售毛利率（%）
2001	197	413	47.70
2002	252	545	46.24
2003	337	754	44.69
2004	460	1 063	43.27
2005	688	1 592	43.22
2006	908	2 152	42.19
2007	1 313	3 090	42.49
2008	1 723	4 176	41.26
2009	1 964	4 663	42.12
2010	2 055	4 804	42.78

注意，印孚瑟斯公司的销售毛利润有多么稳定，2001~2010年的平均销售毛利润是43.60%。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题27：

印孚瑟斯公司的税前利润率够高吗？

公司的税前利润率越高，说明公司的经营越成功。

2001~2010年间，印孚瑟斯公司的税前利润率情况如下：

表22-9 印孚瑟斯公司的税前利润率

年份	税前利润（百万美元）	税前营业额（百万美元）	税前利润率（%）
2001	147	414	35.51
2002	192	545	35.23
2003	237	754	31.43
2004	321	1 063	30.20
2005	491	1 592	30.84
2006	630	2 152	29.28
2007	936	3 090	30.29
2008	1 326	4 176	31.75
2009	1 475	4 663	31.63
2010	1 669	4 804	34.74

2001~2010年间，印孚瑟斯公司的平均税前利润率是32.09%。税前利润率的平均值很高，而且年际波动也很小。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题28：

印孚瑟斯公司在2010~2010年间的资产收益率走势如何？有没有稳健上升，或至少保持稳定？

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的资产收益率数据如下：

表22-10 印孚瑟斯公司的资产收益率

年份	资产收益率（%）

2001	47.0
2002	40.4
2003	33.2
2004	29.4
2005	32.4
2006	31.5
2007	33.1
2008	30.5
2009	28.9
2010	25.0

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的平均资产收益率是33.14%，这个数字相当不错。这说明，印孚瑟斯公司一直很有效率地利用公司的资产，创造出了喜人的收益。2001~2010年间的最低资产收益率也有25%，表现优秀。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题29：

印孚瑟斯公司的资本回报率如何？是否稳健增加或至少保持稳定？

公司资本回报率的数据可以在这个网站直接搜索：http://investing.quicken.com。所以，我们不需要自己计算这一指标。

印孚瑟斯公司在2001~2010年的平均资本回报率是32.20%，这说明公司的资本得到了合理的利用，产生了高额的回报。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题30：

印孚瑟斯公司是否需要大额的资本投资，才能保持竞争力？

为了向离岸客户提供服务和技术支持，印孚瑟斯公司必须投资建设研发中心，以确保基础设施、网络、通信系统能够满足业务的要求。下表列出了印孚瑟斯公司在2001~2010年的资本投资和税前利润的关系。

表22–11 印孚瑟斯公司的资本投资与税前利润的关系

年份	资本投资（百万美元）	税前利润（百万美元）	资本投资/税前利润（%）
2001	96.80	147.00	65.85
2002	68.30	192.00	35.57
2003	43.20	237.00	18.22
2004	93.20	321.00	29.03
2005	186.00	491.00	37.88
2006	246.00	630.00	39.04

年份	资本投资（百万美元）	税前利润（百万美元）	资本投资/税前利润（%）
2007	336.00	936.00	35.89
2008	374.00	1 326.00	28.20
2009	285.00	1 475.00	19.32
2010	192.00	1 669.00	11.50

2001~2010年间，印孚瑟斯公司的资本投资和税前利润的平均比值为32.05%。

这个比值的变化趋势是逐年下降的，这是一件好事。信息技术服务业对资本投资还是有一定要求的，随着业务量的增加，公司需要投资新建或扩建原有的研发中心，才能满足日益增加的客户业务需要。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题31：

印孚瑟斯公司的投资策略是什么？公司是否在自己擅长的专业领域里进行投资？

印孚瑟斯公司的扩张主要是主营业务的行业内扩张。公司曾收购过一些信息技术类的公司。印孚瑟斯公司的留存收益几乎全部投入了信息技术领域，公司一直致力于主营业务的发展和壮大，而没有涉足其他行业。收购其他公司的时候，印孚瑟斯也没有花过冤枉钱，收购价格都很合理。

比如说，印孚瑟斯公司曾经考虑过收购艾菘集团公司（Axon）。Axon集团公司是一家英国的SAP软件咨询公司。关于收购Axon集团公司的意向，印孚瑟斯公司曾发布过如下的消息：

印孚瑟斯公司宣布对Axon集团公司的收购计划

2008年8月25日

印度班加罗尔市，2008年8月25日讯

印孚瑟斯技术有限公司（纳斯达克代码：INFY）在2008年8月25日宣布接受现金收购Axon集团公司（伦敦证交所代码：AXO）的计划。Axon集团公司是一家专业的SAP软件咨询公司，总部位于英国。此项收购计划价值4.071亿英镑（约合331亿印度卢比，或7.531亿美元）。Axon集团公司的所有权预计将于2008年11月转交给印孚瑟斯公司，但具体计划和安排，目前尚未敲定。

印孚瑟斯公司的首席执行官克里斯·戈帕拉克里希南对此项收购计划作了如下评论：“我们对这一收购行为感到十分兴奋。公司和Axon集团公司的公司理念十分类似，我们都致力于向需要转型的企业提供信息技术方面的转型支持，并力争成为业界最好的转型支持服务提供商。两个公司的合并能够更好地实现我们共同的理想。对于Axon集团公司的员工和管理层，我们心存敬意，希望能够早日欢迎他们加入印孚瑟斯公司的大家庭。”

SAP软件是跨国企业常用的一种战略商业平台。Axon集团公司专门为这些跨国公司提供SAP系统的支持与咨询服务。Axon集团公司共有约2 000名员工，公司的专长是向需要转型的企业提供技术方面的转型支持。Axon集团公司既有长期的行业经营和实用的操作知识，也能为现代企业提供战略、经营、信息管理、效率优化等多方面的支持。Axon集团公司成立于1994年，目前在英国、北美国家、马来西亚和澳大利亚等地设有分部。

2007年，Axon集团公司的财报显示，公司当年的税后利润为2 020万英镑（约合160亿印度卢比，或3 740万美元），营业额达到了2.045亿英镑（约合166亿印度卢比，或3.783亿美元）。

印孚瑟斯公司表示：目前，公司的战略目标之一是继续提高公司的咨询能力，提供优质的企业转型服务，以满足公司大客户的需要。而对Axon集团公司的收购能够帮助印孚瑟斯公司更快地实现上述的战略目标。

印孚瑟斯公司将于2008年8月26日班加罗尔时间20：00（伦敦时间15：30，纽约时间10：30）召开电话新闻发布。该发布会面向股票分析师，届时印孚瑟斯公司的首席执行官克里斯·戈帕拉克里希南和首席财政官V·巴拉克申将就收购事宜回答分析师们的提问。

注：英镑兑印度卢比和英镑兑美元的换算汇率均采用2008年8月22日的收盘价，即1英镑兑81.34印度卢比和1英镑兑1.85美元。

在此项消息宣布以后，Axon集团公司收到另一家有收购意向公司的出价。此前，印孚瑟斯公司的出价是每股600便士，而这家竞购公司的出价为每股650便士。最终，印孚瑟斯公司决定不提高竞购价格，放弃对Axon集团公司的收购。这说明，印孚瑟斯的并购计划是谨慎且理智的，管理层十分重视股东的利益，而不是出于一时冲动去收购其他公司。

印孚瑟斯公司宣布放弃竞购的消息如下。

印孚瑟斯公司宣布放弃竞购Axon集团公司

2008年10月10日

2008年8月25日，印孚瑟斯公司曾宣布接受Axon集团公司的出价，欲以每股600便士的价格接受Axon集团公司的股份（此价格包含中期股息）。2008年9月26日，Axon集团公司的董事会通知我们，另一家竞购公司出价每股650便士（此价格包含中期股息）收购Axon集团公司。此后，Axon集团公司宣布收回此前的开价（每股600便士），并表示有意提高出价。

经过慎重的研究和考虑，印孚瑟斯公司董事会决定不再对2008年8月25日的出价做出任何提高。

印孚瑟斯公司拥有自己的基于SAP平台的企业转型支持业务，目前该业务赢利状况良好，并处于高速发展时期，印孚瑟斯公司的管理层相信，放弃本次竞价不会对印孚瑟斯公司的战略计划有任何实质性的影响。

本声明中的所有术语与2008年8月25日竞价声明中的术语意义保持一致。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题32：

印孚瑟斯公司把营业额的百分之多少投资于研究和开发？

由于印孚瑟斯公司是一家信息技术服务的供应商，公司不需要进行任何研究和开发方面的投资。印孚瑟斯公司的留存收益主要用于扩大经营规模和收购其他公司。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题33：

印孚瑟斯公司在近几年的发展状况如何？管理层对公司未来的发展有什么计划？

在本章前面的内容中，我们曾经计算过印孚瑟斯公司的每股收益。2001~2010年间，印孚瑟斯公司的每股收益以平均每年24.84%的速度增长，股东收益的年均增长速度是36.28%。

在2010年第三季度的经营状况简报里，印孚瑟斯公司做出了如下表述：

> 印孚瑟斯公司的营业额在2010年第三季度较上季度上升12.1%，年营业额同比上升24.4%。
>
> 印孚瑟斯公司的税后净利润在2010年第三季度较第二季度上升16.7%，年营业额同比上升13.2%。
>
> 印孚瑟斯公司的每股净收益在2010年第三季度较第二季度上升16.7%，年营业额同比上升13.0%。

一般来说，我们可以假设税后净利润约等于股东收益，因为在大部分情况下，折旧和摊销的数额和资本性支出相差无几，正好可以互相抵消。也就是说，在2012年印孚瑟斯公司的股东收益比2012年增长了13.2%，而2001~2010年间印孚瑟斯公司的平均增长率却是36.28%。显然，增长的速度有所放缓。

再来看每股净收益的情况。印孚瑟斯公司的每股净收益在2001~2010年间的历史平均增长率是24.84%，而2012年的增长率只有13.0%，增速放缓的现象也很明显。

印孚瑟斯公司有65.8%的营业额来自美国的客户，而美国经济自2008年以后进入了萧条期。虽然目前经济形势已经有了一定的好转，但是2010年的美国经济充其量也只能说是处于恢复的初期阶段，离繁荣尚有一定距离。所以，印孚瑟斯公司受大环境的影响，增长速度放缓也是情有可原的。作为潜在的投资者，我们应该继续关注印孚瑟斯公司今后的发展趋势，看看随着经济的复苏，公司的增长速度是否能恢复到历史的平均水平。

印孚瑟斯公司的管理层对公司2010年第四季度的经营状况做了如下的展望：

对于2010年12月31日为止的第四季度的经营状况，管理层预测如下：

营业额的年同比增长预计为19.9%~21.1%。

每股净收益的年同比增长预计为7.5%~9.4%。

对于本财政年度（结束日期为2011年3月31日）的总体经营情况的预测如下：

营业额的年同比增长率预计为18.5%~19.4%。

每股净收益的年同比增长率预计为5.5%~7.4%。

可见，按照公司管理层的预测，公司未来几个季度的增长速度仍然会低于历史平均水平。在预测印孚瑟斯公司未来的营业额和利润的时候，除了考虑历史平均水平和短期经济形势以外，还必须考虑到宏观经济形势的变化，因为经济的复苏状况对企业的经营有非常大的影响。在进行股票分析的时候，公司未来的利润情况应该综合考虑多种因素，使用保守估计的预估值，不能直接套用历史平均值。

此外，在预估公司增长率的时候，公司的规模也是一个很重要的考量因素。中小型公司有时可以以非常高的速度发展，但一旦公司的规模达到了一定水平，公司的发展势必要进入稳定期。大市值的公司不可能一直保持之前的高速增长，这也是一条经过实践检验的客观规律。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题34：

印孚瑟斯公司有没有与高管（或董事会成员）家属或亲戚的关联方交易？

经调查，印孚瑟斯公司的交易对象中不存在公司高管、董事会成员，以及家属开设或控股的公司。

本条目判定结果：**“合格”**。

问题35：

印孚瑟斯公司财务年报的脚注部分你是否读得懂？

想要看懂公司财报的脚注部分，首先要认真阅读公司在2012年的年报和季报，了解公司的背景信息。印孚瑟斯公司的财报脚注不多，脚注的内容也比较简洁明了，不存在含糊难懂的部分。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题36：

在汇报公司运营情况的时候，印孚瑟斯公司的管理者是否诚实坦率？

在2010年第二季度的一次新闻稿中，印孚瑟斯公司的首席执行官发表了如下内容：

> 印孚瑟斯公司的首席执行官兼常务董事戈帕拉克里希南表示："虽然宏观经济形势仍然不容乐观，印孚瑟斯公司仍然通过良好的客户关系基础、扎实的技术优势，以及合理的投资，在这一季度中取得了较高的增长率。在今天的商业社会中，对信息技术的投入是至关重要的，因为任何服务于企业未来需要的信息技术系统，都必须以今天的投资作为基础，这些投资影响深远，将给企业带来长期的优势。这是印孚瑟斯公司的理念，也是印孚瑟斯公司的客户们的理念，我们会在这个理念的指导下，与客户保持密切的长期合作关系。"

除此之外，关于印孚瑟斯公司的流动性状况，公司还发布过这样的新闻稿：

印孚瑟斯公司关于公司流动性情况的说明

2010年9月30日

截至2010年9月30日，印孚瑟斯公司共持有现金及现金等价物（包含可销售证券和存款凭证）的价值为390亿美元（2009年9月30日这一数值为290亿美元）。

公司的首席财务官V• 巴拉克申表示："在2010年第三季度，印孚瑟斯公司的销售利润率有所提高，公司的流动性也进一步上升。目前，印孚瑟斯公司的现金及现金等价物储备共计390亿美

元。虽然如此，国际经济形势的不确定性以及货币汇率的波动，仍然给信息技术外包服务产业带来了很多挑战和考验。”

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题37：

印孚瑟斯公司的高管具有不遗余力地追求成功的品质吗？

1981年，印孚瑟斯公司的7位创始人联手创办了印孚瑟斯公司，公司的初始资本只有250万美元。如今，印孚瑟斯公司已经成长为营业额高达540亿美元的业界巨头，公司目前的首席执行官仍是当年的7位创始人之一。我认为，这些信息都有力地证明了公司管理层的能力和品质。印孚瑟斯公司的主席、首席执行官以及其他高级管理人员都是不遗余力地追求成功的人。

本条目的判定结果：**“合格”。**

问题38：

印孚瑟斯公司公布的财务数字与它向证券交易委员会报备的数据一致吗（尤其是和它的纳税情况一致吗）？

印孚瑟斯公司于2010年9月30日公布了公司在2012年第二季度的经营情况。印孚瑟斯公司共缴纳所得税2.46亿美元。这一数字与印孚瑟斯公司提交给美国证券交易委员会的6－K表格上的数字完全一致。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题39：

印孚瑟斯公司的管理层是否能够兑现自己的承诺？

在对公司未来的经营情况做出预测和展望时，印孚瑟斯公司的管理层总是很保守。印孚瑟斯公司绝不会对公司的未来业绩做出虚高估计，之后又不兑现承诺。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题40：

如果你是冲着股息而购买印孚瑟斯公司的股票的，那么，印孚瑟斯公司过去发放股息的历史如何？股息是否稳定，甚至逐年增长？有没有出现过停发股息的年份？

印孚瑟斯公司从1999年开始向股东派发股息，公司在2001~2010年的股息派发情况如下：

表22–12 印孚瑟斯公司的股息情况

年份	股息（百万美元）
2001	0.01
2002	0.05
2003	0.06
2004	0.07
2005	0.07

2006	0.36
2007	0.14
2008	不适用
2009	0.80
2010	0.46

印孚瑟斯公司曾于2008年停发股息一年，并且，从2001年开始每年的股息波动也比较大。

当然，印孚瑟斯公司仍是一家发展壮大中的公司，对于这样的公司来说，管理层有理由把利润作为留存收益而不是股息。但是就股息本身来说，印孚瑟斯公司的表现应该算是不合格的。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题41：

印孚瑟斯公司派发的股息占公司赢利的比例是多少，占公司营业收入的比例是多少？这个比例大吗？

印孚瑟斯公司在2001~2010年间的股息支付率如下表所示：

表22–13 印孚瑟斯公司的股息支付率

年份	股息支付率（%）
2001	1
2002	17
2003	16
2004	14

年份	股息支付率（%）
2005	9
2006	36
2007	9
2008	–
2009	36
2010	20

2001~2010年间，印孚瑟斯公司的平均股息支付率是18%。应该说，股息的派发还是比较有保证的。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题42：

印孚瑟斯公司是否存在着隐形资产？这些隐形资产是否被华尔街的投资人所忽略？

经研究，印孚瑟斯公司有如下几项隐形资产：

- 在印度的信息技术外包服务公司中，印孚瑟斯品牌的知名度很高，并且有着良好的口碑。印孚瑟斯品牌的隐形价值是不可低估的。

- 印孚瑟斯公司的研发中心大多选址于印度的一些大型城市。这些研发中心所用的土地是公司多年前以较低的价格购入的，而印度的房地产市场已经高速发展了很多年。截至2010年9月，印孚瑟斯公司账面上的“物业厂房及设备”一项的价值为10亿美元。虽然公司设备的实际价值可能低于账面价值，但是物业

和厂房经过多年的升值，其市场价值已经远远超过了其账面价值。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题43：

印孚瑟斯公司的应收账款净额是否占总营业额的比例很小？

如果一家公司的应收账款净额只占总营业额的很小一部分，说明公司能够要求客户很快付清欠款，这是公司竞争力强的一种表现。

在2001~2010年间，印孚瑟斯公司的应收账款和总营业额的关系如下表所示：

表22–14 印孚瑟斯公司的应收账款和总营业额的情况

年份	应收账款净额（百万美元）	营业额（百万美元）	应收账款净额/营业额（%）
2001	17	413	4.12
2002	69	545	12.66
2003	109	754	14.46
2004	150	1 063	14.11
2005	303	1 592	19.03
2006	361	2 152	16.78
2007	565	3 090	18.28
2008	1 020	4 176	24.43
2009	872	4 663	18.70

2010	965	4 804	20.09

在2001~2010年间，印孚瑟斯公司的应收账款净额占总营业额的平均比例为16.26%。

也就是说，每100美元的营业额中，只有16.26美元是顾客尚未付清的。就信息技术外包服务业来说，这个比例是相当不错的。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题44：

印孚瑟斯公司的员工养老金资产是否高于公司的既得给付义务？

根据印度当地的法规和情况，印孚瑟斯公司没有养老金给付义务。对于公司的员工，印孚瑟斯公司按照员工工资的一定比例，向一个公积金账户里定期存入资金。这个公积金账户的性质相当于美国的401k账户。当员工退休时，上述公积金账户中的所有金额归员工所有，而印孚瑟斯公司不再有向员工支付养老金服务的任何义务。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题45：

对于那些被低估的资产，有没有大股东或收购者正在试图向市场揭示公司资产的真正价值？

印孚瑟斯公司并没有什么“资产隙”，也没有大股东或者收购者试图通过委托书、争夺战或收购的方法揭示公司的真正价值。

本条目不适用于印孚瑟斯公司。

问题46：

印孚瑟斯公司有多少存货堆积？存货堆积对公司有什么样的不良影响？

印孚瑟斯公司是一家信息技术服务供应商，公司的业务内容决定了公司不可能存在存货堆积的问题。

本条目不适用于印孚瑟斯公司。

问题47：

印孚瑟斯公司的流通股份总数有没有随着时间的增加而减少？

2006~2009年间，印孚瑟斯公司稀释后的流通股份总数不但没有下降，反而还有所上升。究其原因，公司管理层手中的股票期权稀释了既有股东的权益。

印孚瑟斯公司在2006~2009年间稀释后的流通股份总数如下表所示：

表22–15 印孚瑟斯公司的流通股份

年份	稀释后的流通股份总数（百万股）
2006	566.1
2007	570.4
2008	570.6

2009	571.1

从上表中可以看出，印孚瑟斯公司平均每年流通股份的稀释比例是0.22%。虽然稀释的程度不算大，但稀释后的流通股份总数不减反增，却是一个不争的事实。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题48：

印孚瑟斯公司近期是否回购过股票？

印孚瑟斯公司近期确实回购过本公司的股票，但回购的数目很小。因为印孚瑟斯公司是一家增长型企业，所以公司一直致力于投资公司的未来。2001~2010年，印孚瑟斯公司的股本回报率和资本回报率一直保持很高的水平。这样的高回报率说明，公司投入再生产中的留存收益，在未来将会给公司带来更高的收益。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题49：

印孚瑟斯公司的资产负债表上是否有库存股？

根据公司2010年第二季度季报显示，截至2010年9月30日，印孚瑟斯公司共有库存股283.36万股。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题50：

印孚瑟斯公司的资产负债表上是否存在注销的股票？

近期，印孚瑟斯公司没有注销过股票。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题51：

近期，是否有印孚瑟斯公司的内部人员购买过该公司的股票？

近期，没有印孚瑟斯公司的内部人员购买过公司的股票。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题52：

印孚瑟斯公司的内部人员是否持有公司很大份额的股份？

印孚瑟斯公司的内部人员持有公司股份的比例为16.99%。截至2010年12月，印孚瑟斯公司的市值是455.3亿美元。对于一家市值如此巨大的公司来说，内部人员持有的股份是不可能超过公司总股份的50%的。因为印孚瑟斯公司的市值巨大，16.99%的内部人员持股比例已经相当可观，这保证了内部人员和股东的利益是一致的。

本条目的判定结果：“合格”。

问题53：

印孚瑟斯公司有没有被华尔街的投资人密切关注？

印孚瑟斯公司并不是一家无名的小公司。共有18名股票分析师专门负责追踪关注印孚瑟斯公司的各项情况，几乎所有美国大型券商都在密切地关注着印孚瑟斯公司的情况。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题54：

印孚瑟斯公司的所有者中，机构投资者所占的比例大吗？

机构投资者和共同基金持有的股份占印孚瑟斯公司流通股份总数的17.72%。这个数据说明在印孚瑟斯公司的所有者中，机构投资者占一定比例，但比例不算非常大。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题55：

当印孚瑟斯公司面临通货膨胀的压力，公司是否能够相应地提高产品或服务的价格？

印孚瑟斯公司和客户签订合同，然后按照合同规定向客户提供外包软件研发管理支持服务。一旦与客户签订合同，合同价格通常就不能修改，直到下次到期重新续签合同的时候才可能修改价格。在续签合同时，印孚瑟斯公司可以根据通货膨胀和员工成本等情况，重新核定价格，与客户协商决定是否提价。在印度，软件业技术人员的工资逐年上涨，如果公司不按照市场行情给员工加薪，就很难留住有用的

人才。因此，每次与客户续签合同的时候，印孚瑟斯公司几乎都会按照员工人工成本的上升情况相应地提高服务价格。印孚瑟斯公司的竞争对手也面临着相同情况。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题56：

看一下周期性股票的内容，你理解公司的营业额变化周期和经济周期的关系吗？

信息技术服务外包行业的经营状况和宏观经济状况有一定的联系，可以称得上是周期性行业。对于如今的任何企业来说，信息技术都是公司的一个重要方面。虽然大部分公司都有信息技术方面的需求，但是，信息技术方面的开支也有一定的灵活性。如果企业需要节约资金，完全可以暂停或推迟新的信息技术项目，或者削减对已有项目的投入。

印孚瑟斯公司提供的是离岸的外包服务，成本相对较低，在经济萧条的时候能为资金紧张的客户提供比较优惠的价格。所以，印孚瑟斯公司的业务量受经济周期的影响相对较小。在与美国本土的信息技术服务公司竞争的时候，印孚瑟斯公司的最大优势是，能以相对较低的价格提供高质量的服务。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题57：

对于重建中的公司来说，公司是否采取了有效的步骤努力渡过难关？

印孚瑟斯公司经营状况良好，增长势头稳定，并不是一家正在重建的公司。

本条目不适用于印孚瑟斯公司。

问题58：

印孚瑟斯公司的市盈率是否低于公司的增长率？

2001~2010年间，印孚瑟斯公司每股收益的年平均增长率是24.84%。2010年12月，印孚瑟斯公司的市盈率是30.63，所以印孚瑟斯公司的市盈率高于公司每股收益的长期增长率。但是，对于公司的每股收益，印孚瑟斯公司有一定的控制能力，只要公司选择回购股份，流通股份总数就会立刻减少，而每股收益则会增加。

因此，我们不应该只看每股收益的增长情况，更应该看股东收益的增长情况。2001~2010年间，印孚瑟斯公司的股东收益平均每年以36.28%的速度增长。30.63的市盈率虽然超过了公司每股收益的增长速度，但却低于公司股东收益的增长速度。所以，在这一问题上印孚瑟斯公司的表现还是合格的。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题59：

印孚瑟斯公司的股价是否低于公司的内在价值？

这个问题在本书第二十三章的内容中将有详细的讨论。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

问题60：

印孚瑟斯公司的股价是否低于公司的账面价值？

对于信息技术服务业的企业来说，账面价值并不是一个重要的指标。印孚瑟斯公司的每股账面价值是10.26美元，而每股股票的市场价格是75.22美元。股价是账面价值的7.3倍。

本条目的判定结果：**“合格”**。

问题61：

印孚瑟斯公司是否存在潜在的催化剂事件？

短期内，印孚瑟斯公司没有任何潜在的催化剂事件。

本条目的判定结果：**“不合格”**。

第二十三章
如何准确地预测出一家公司的未来价值？

首先，我想请你思考这样几个问题：

第一，为什么投资者要投资购买一家企业的股票？

答案是：为了获得公司的未来收益。

第二，如何预测和计算公司的未来收益？

答案是：我可以从公司过去收益的历史数据中找到规律，按此规律对公司未来的收益情况做出预测和判断。

第三，如何知道公司的价值？如何才能计算出公司的真正价值（内在价值）呢？

答案是：从公司的历史收益数据中，我们可以发现一些规律，摸清公司发展的势头，从而预估出公司的未来收益情况。然后，有了未来收益，我们就可以通过折现计算，算出公司未来收益的现值，这个现值就是公司的真正价值。本杰明·格雷厄姆曾经这么说过：“只要将企业从今天开始直到无穷远的未来的所有自由现金流，以一个合理的无风险的利率折现，就能算出任何一家企业的真正价值。”

计算内在价值并非客观的科学。我们需要做出许多假设和预估，确定公司的各项参数，比如未来收益、贴现率，以及未来股份的稀释情况等。不可否认的是，这些参数的确定包含了我们的主观判断。因此，不同的人、不同的假设和判断，会对同一家公司的价值得出截然不同的计算结果。在确定这些参数的时候，我们应该谨慎起见，尽量使用保守的估计。下面，我们来对这些参数进行逐条地讨论和分析。

未来收益情况

公司未来的收益情况，就是指在今后的所有年份里，公司每年的利润（收益）是多少。一般来说，我们用净收益来衡量公司的利润，而巴菲特却喜欢用股东收益来代替净收益。在净收益的基础上，我们要加上非现金支出，再减去资本投资，才能得到公司的股东收益。

折旧和摊销

当你买入一台新的机器设备，你需要花费相应的费用。然后，购买设备的投资要通过折旧的方式逐年计入公司的成本之中，而折旧的年限和方式则视机器设备的寿命和性质而定。比如说，2010年，一家企业花10万美元购入一台机器设备，会计法则不允许企业一次性将这笔10万美元的支出全部计入2010年的公司成本中。如果这台机器的使用寿命是10年，那么，你应该分10年时间把这笔10万美元的支出以折旧和摊销的方式计入成本。比如说，在2010年，你可以计提折旧成本为1万美元；2011年，再计提折旧成本为1万美元；以此类推，直到10万美元全部折旧完。

资本投资

为了保证正常的生产经营活动，保持企业的竞争力，企业每年需要进行一些资本投资（又称资本性支出），比如改建厂房、更新设备等。如果没有这些资本投资，公司的生产效率就会被同类企业超越，市场份额也会被竞争者夺走。资本性支出是非常重要的企业投资，几乎任何企业都会把净收益的一部分用于资本性支出。

股东收益是衡量股东能从企业获得多少收益的一个指标。对于股东收益的计算，巴菲特使用这样一个公式：

股东收益=期末净利润+ 折旧和摊销－公司资本性支出

在对公司的未来收益作折现计算的时候，我们应该用股东收益，而不是用净收益代表公司的未来收益。在作股票分析的时候，我们应该计算公司过去10年的股东收益增长率。从股东收益的历史增长趋势中，我们可以窥知股东收益的未来增长情况。

比如说，假设在2001~2010年，某家公司的股东收益以每年25%的速度持续增长，这是否意味着未来股东收益会继续以每年25%的速度增长呢？并非如此。在预测公司未来的收益增长时，应该尽量使用保守的股价，具体原因有如下几条：

- 25%的高增长率可能是繁荣的经济环境造成的。即使2001~2010年的宏观经济状况都很好，也不表示未来不会出现经济放缓甚至萧条的情况。预测一家公司未来收益状况的时候，一定要考虑宏观经济周期的变化可能带来的风险和影响。

- 公司规模是一个一定要考虑的重要因素。正如前文中多次提到过的，中小型企业可以高速增长，因为这类公司尚未进入成熟期。一旦公司规模达到一定水平，就绝对不可能再以非常高的速度无休止地增长下去。这是商业社会的客观规律，必须予以尊重和重视。

• 公司可能存在着竞争者或潜在竞争者，竞争者会推出类似的产品和服务，而竞争的压力必然会拉低公司股东收益的增长速率。

• 你研究的公司可能属于周期性行业。对于这类公司的经营性质和营业收入规律，你应该深入研究、充分了解。

未来总是存在着不确定的因素。不管多么成功的公司，也不可能永远避开困难和挑战。这些因素和风险，你都应该考虑在内，对未来的股东收益做出谨慎和保守的预估。这是计算公司内在价值的第一步。

贴现率

要计算公司的内在价值，除了要估计公司的未来收益，还必须找到合适的贴现率，才能通过折现计算，算出公司未来收益的现值。对于贴现率的选择，巴菲特建议使用美国政府发行长期国债的利率作为贴现率。

考虑一下这样一个问题：如果你的钱不用于投资购买这家公司的股票，你还有哪些其他的投资选择，而这些其他的投资选择能够为你带来的投资回报率又如何呢？这个投资回报率就是你手上资金的机会成本，也是你应该用来计算公司内在价值的折现率。如果你觉得你正在考虑的这家公司的经营风险要大于你手上其他投资机会的风险，那么你可以在折现率的基础上加上一个风险升水。因为公司的经营有一定的风险，未来的股东收益也不是完全确定的，风险升水就是用来衡量这种不确定性的。不同企业的经营风险有高有低，股东收益的不确定性也有大有小。比如说，可口可乐公司和宝洁公司的经营相对稳定，股东收益的不确定性也比较小，所用的贴现率就应该较低。对于

这些比较安全的公司，我们应该选择一个比较小的风险升水。而另外一些企业，比如高科技行业的企业的经营风险要大得多，股东收益的不确定性也很高。对于这类高风险企业，我们就应该选择一个较高的风险升水。在实际操作中，像可口可乐公司这类比较稳健的大公司的贴现率大约是15%，而高科技公司如思科公司的贴现率则为20%~25%。

股份稀释

如果你所掌握的资本雄厚，能像巴菲特一样把一家公司的所有股份都买下来，那么你不需要考虑股份稀释的问题。但是，一般的投资者只能购买公司的一部分股份，这时候股份稀释就是一个需要考虑的因素了。一旦这家公司在未来需要额外的资本，公司的管理层就会发行新的股票或债券，以便筹集资金。如果公司选择以增发新股的形式筹措资金，一旦新股发行，既有股东的股东权益就被自动降低了，这个现象就叫作股份稀释。除了向公开市场增发新股以外，有的公司还会用公司股票的期权来激励员工或管理层，这些股票期权同样会稀释既有股东手中的股东权益。几乎每家公司都有各类股票期权计划，通过给员工配发公司的股票期权来激励和吸引高端人才，在高科技产业的公司中这种现象尤为普遍。很多高科技公司的高管或经理的手里都握有大量本公司的股票期权。

作为公司的潜在投资人，你应该仔细研究一下公司历史上有哪些股份稀释的先例，分别是什么原因造成的。算出平均每年股份稀释的比例以后，你可以以此为基础，预测公司未来的股份稀释情况。

讲述了公司内在价值的相关参数以后，让我们通过一个虚构的例子来看看这些参数到底是如何联系在一起的。假设你住在一个美丽的小镇上，镇上有一家糖果店名叫“快乐糖果店”。因为你是这家糖果店的忠实客户，你对糖果店的经营状况有着比较深入的了解，并且你

非常喜欢这家糖果店。有一天，糖果店的老板决定卖掉糖果店，而你手上正好有一笔钱，可以买下“快乐糖果店”。买下糖果店以后，你可以亲自经营，也可以雇用更加专业的经理人帮你打理糖果店的生意。但在购买糖果店之前，你必须先搞清楚一个问题：“快乐糖果店”到底值多少钱呢？出多少钱购买才算合理？为了回答这个问题，你需要收集如下的信息。

未来收益情况。首先，你应该问问自己，如果我买下这家糖果店并继续经营，那么我每年可以从中赚多少钱呢？假设糖果店的前店主经营的时间超过10年，并且保留了详细的财务信息。那么，你可以研究糖果店过去10年来每年的营业额、成本以及资本投资。有了这些财务信息，你就能够通过上文给出的公式计算糖果店在10年的时间里每年的股东收益。最终你会发现，过去10年的股东收益并非一路上升的，在本次经济危机中，糖果店的收益增长有所放缓，但是随着经济开始复苏，放缓的趋势正在慢慢减弱。

让我们假设，过去10年间，糖果店的股东收益以每年10%的速度持续增长，2010年的股东收益是5万美元，营业额是50万美元。糖果店的老板提出这家店的售价为15万美元。买下这家店以后，你需要承担糖果店原有的1万美元的银行贷款。目前，糖果店的账户中没有任何现金。

现在，我们来思考一下糖果店未来的股东收益情况。在预测未来的股东收益时，以下的这些风险因素你应该充分地考虑在内：

- 你从当地广告了解到，下周将有一家新的糖果店在同一条街上开张，而且新的糖果店打算举办一个盛大的开幕仪式。快乐糖果店在这条街道的营业时间超过10年，快乐糖果店的产品质量上乘、口碑良好，附近的大多数居民都是快乐糖果店的忠实客户。就算如此，毕竟新的糖果店会给快乐糖果店带来一些冲击，

有些老顾客可能会图新鲜尝试新店的产品，看看味道和价格如何。

• 新糖果店可能会通过价格战的方法争夺快乐糖果店的客源。新糖果店的老板有可能会降低价格、牺牲利润率以求刺激销量。

• 目前，宏观经济正处于繁荣期，但不排除近期经济增长放缓的可能性。

考虑到以上这些风险，你对快乐糖果店未来业绩的估计应该尽量保守。最后，你的判断结果如下：快乐糖果店的股东收益将以7%的年增长率增长3年，再以6%的年增长率增长2年，然后又以5%的年增长率增长5年。未来10年的股东收益预测如下表所示：

表23–1 股东收益预测

年份	上期股东收益（美元）	股东收益增长率（%）	本期股东收益（美元）
2011	50 000.00	7	53 500.00
2012	53 500.00	7	57 245.00
2013	57 245.00	7	61 252.15
2014	61 252.15	6	64 927.28
2015	64 927.28	6	68 822.92
2016	68 822.92	5	72 264.06
2017	72 264.06	5	75 877.26
2018	75 877.26	5	79 671.13
2019	79 671.13	5	83 654.68
2020	83 654.68	5	87 837.42

上表中，本期股东收益的计算公式是：

本期股东收益=上期股东收益+（上期股东收益×股东收益增长率÷100）

贴现率。糖果店并不属于高科技产业。相对来说，糖果店的经营风险不算太大，营业收入是比较稳定的，也是比较容易预测的。快乐糖果店有一个特殊优势：旁边有一所小学。如果这些小学生想光顾新开张的糖果店，需要走10分钟的路程。这一优势增加了快乐糖果店的竞争力，也提高了营业收入的稳定性。对于快乐糖果店来说，15%的贴现率是比较合适的。

我们可以用以下的公式来计算快乐糖果店的现值：

本期股东收益可以从上表的最后一列中直接得到。

贴现率=15%

第1年的现值系数= 1.15

第2年的现值系数=1.15^2

第3年的现值系数=1.15^3

以此类推。

第10年的现值系数=1.15^{10}

现值=本期股东权益÷现值系数

具体数字如下表所示：

表23–2 快乐糖果店的现金

年份	本期股东收益（美元）	现值系数	现值（美元）
2011	53 500.00	1.15	46 521.74

2012	57 245.00	1.32	43 285.44
2013	61 252.15	1.52	40 274.28
2014	64 927.28	1.75	37 122.38
2015	68 822.92	2.01	34 217.15
2016	72 264.06	2.31	31 241.75
2017	75 877.26	2.66	28 525.07
2018	79 671.13	3.06	26 044.63
2019	83 654.68	3.52	23 779.88
2020	87 837.42	4.05	21 712.07

股份稀释情况。由于你将购入这家糖果店的所有股份，所以未来不会有股份稀释的情况出现。

其他信息。别忘了快乐糖果公司还有1万美元的贷款，如果你买下这家糖果店，这笔贷款将由你负责承担。

内在价值计算。有了上述信息，我们现在可以计算快乐糖果店的内在价值了。

快乐糖果店的内在价值就是公司所有未来股东收益的现值加总。首先，我们已经预估出了未来10年内每年股东收益贴现后的现值。现在，我们把上表的最后一列加总。

未来10年股东收益现值加总=332 724.41美元

现在我们还缺一个“余值”，也就是2020年年底快乐糖果店股东收益的现值。

2020年年底的股东收益=87 837.42美元

让我们假设自2020年以后，快乐糖果店将继续以4%的年增长率增长，直到永远。那么，2021年快乐糖果店的股东收益=87 837.42美元+87 837.42美元×0.04= 91 345.72美元

于是，2020年年底，快乐糖果店的价值（即上文所说的“余值”）= 91 345.72美元÷0.04= 2 283 642.92美元

此处，余值的现值=2 283 642.92美元÷1.15^{11}=490 853.57美元

最后，我们得到，快乐糖果店的内在价值= 10年内股东收益的现值加总+2020年余值的现值+现金及现金等价物－债务=332 724.41美元+490 853.57美元+0－10 000美元=813 577.98美元

根据我们的计算，糖果店的内在价值高达813 577.98美元，购买快乐糖果店是一笔极好的投资。一般来说，能以内在价值的75%或更低的价格买入是比较合理的，如果能以内在价值的50%甚至更低的价格买入，就是极好的投资机会了。如果对方的开价高于内在价值的75%，可以努力与卖方协商。你可以就上文列举的几点潜在风险，如新糖果店的竞争、宏观经济环境的不确定因素等与卖方进行协商。

现在，我们成功地计算出了这家糖果店的内在价值。但是别忘了，这只是一个简化过的虚拟企业。接下来，我们要尝试计算一只真实股票的内在价值，也就是上一章中详细分析过的印孚瑟斯公司的内在价值。以下计算的全部数据都可以在上一章的内容中找到。一般来说，我推荐大家使用微软公司Excel软件进行内在价值的计算，这会大大地提高计算效率。

印孚瑟斯公司（INFY）：未来股东收益预测

上一章中，我们已经收集了印孚瑟斯公司的如下信息：

表23–3 印孚瑟斯公司的财务情况

年份	期末净利润（百万美元）	折旧和摊销（百万美元）	资本性支出（百万美元）	股东收益（百万美元）
2001	132.00	24.50	96.80	59.70
2002	164.00	33.60	68.30	129.30
2003	195.00	39.40	43.20	191.20
2004	270.00	52.30	93.20	229.10
2005	419.00	66.00	186.00	299.00
2006	555.00	99.00	246.00	408.00
2007	850.00	118.00	336.00	632.00
2008	1 155.00	157.00	374.00	938.00
2009	1 281.00	165.00	285.00	1 161.00
2010	1 313.00	199.00	192.00	1 320.00

2001~2010年，印孚瑟斯公司的股东收益的年平均增长率是32.28%。这个增长率是相当惊人的。在这10年间，印孚瑟斯公司的股东收益从5 900万美元猛增到了132亿美元。显然，任何公司都不可能永远保持这样的增长率。

那么，2008~2010年间，印孚瑟斯公司的股东收益增长率是多少呢？而这一段时间，美国正处于经济危机中。

表23–4 印孚瑟斯公司的股东收益

年份	期末净利润（百万美元）	折旧和摊销（百万美元）	资本性支出（百万美元）	股东收益（百万美元）
2008	1 155.00	157.00	374.00	938.00
2009	1 281.00	165.00	285.00	1 161.00

2010	1 313.00	199.00	192.00	1 320.00

从上表中可以看出，2008~2010年的股东收益年平均增长率是18.62%。

美国经济在2008~2010年间一直处于萧条状态。2010年年末，美国经济开始缓慢复苏。预计未来几年，经济状况将有所好转，企业也会有更多的资金可以用于信息技术系统的投资。但是，在预测股东收益的时候，出于保守起见，我们并不将经济状况的好转列入考虑的范畴。如果经济状况确实有所好转，那么我们的投资效益将会更有保障。

我们保守地估计印孚瑟斯公司的股东收益在2011~2013年间将以每年17%的速度增长。然后，股东收益将以12%的年平均增长率增长2年，之后以10%的年平均增长率增长3年，随后又以9%的年平均增长率增长2年。根据这样的假设，印孚瑟斯公司的股东收益变化如下表所示：

表23–5 印孚瑟斯公司的本期股东收益

年份	上期股东收益（百万美元）	股东收益增长率（%）	本期股东收益（百万美元）
2011	1 320	17	1 544
2012	1 544	17	1 807
2013	1 807	17	2 114
2014	2 114	12	2 368
2015	2 368	12	2 652
2016	2 652	10	2 917
2017	2 917	10	3 209
2018	3 209	10	3 530

2019	3 530	9	3 847
2020	3 847	9	4 194

贴现率。印孚瑟斯公司是信息技术服务行业的公司，这类高科技行业一般有一定的风险。我们将基准利率定位为糖果店的贴现率（15%），考虑到信息技术产业的风险高于糖果店的风险，我们再加上5%的风险升水。所以，印孚瑟斯公司的贴现率是20%。通过折现计算，现值的结果如下：

表23–6 印孚瑟斯公司的现值

年份	本期股东收益（百万美元）	现值系数	现值（百万美元）
2011	1 544	1.20	1 287
2012	1 807	1.44	1 255
2013	2 114	1.73	1 223
2014	2 368	2.07	1 142
2015	2 652	2.49	1 066
2016	2 917	2.99	977
2017	3 209	3.58	896
2018	3 530	4.30	821
2019	3 847	5.16	746
2020	4 194	6.19	677

股份稀释情况。2007~2010年间印孚瑟斯公司股份稀释情况如下：

表23–7 印孚瑟斯公司的股份稀释情况

年份	稀释后的流通股份总数（百万股）

2007	566.1
2008	570.4
2009	570.6
2010	571.1

从上表可以看出，2007~2010年间平均每年的稀释比例是0.22%。为保守起见，我们假设印孚瑟斯公司未来的年平均股份稀释比例是0.5%。按照这个假设，2020年年底印孚瑟斯公司稀释后的流通股份总数为6.03亿股。

其他信息。截至2010年9月30日，印孚瑟斯公司没有任何长期债务；公司持有现金及现金等价物共计34.2亿美元。

内在价值计算。印孚瑟斯公司在2011~2020年间股东收益现值的加总是100.89亿美元。

现在，我们还缺一个“余值”，也就是2020年年底印孚瑟斯公司价值的现值。

2020年年底的股东收益=41.94亿美元。

让我们假设在2020年以后，印孚瑟斯公司将继续以年增长率为4%的速度持续增长，直到永远。

那么，2021年印孚瑟斯公司的股东收益=41.94亿美元+41.94亿美元×0.04=43.61亿美元

于是，2020年年底，印孚瑟斯公司的价值（即上文所说的“余值”）= 43.61亿美元÷0.04= 1 090.37亿美元

而此余值的现值= 1 090.37亿美元÷1.20^{11}= 14.675亿美元

最后，我们得到，印孚瑟斯公司的内在价值=10年内股东收益的现值加总+2020年余值的现值+现金及现金等价物－债务=100.89亿美元+146.75亿美元+34.20亿美元－0=281.84亿美元

而2020年年底，印孚瑟斯公司稀释后的流通股份总数为6.03亿股。

所以，稀释后每股的内在价值是46.95美元。

截至2010年12月28日，印孚瑟斯公司的股价是每股75.01美元，而公司的总市值是428.5亿美元。根据我们的计算，印孚瑟斯的股价被市场大大地高估了，市场价格与内在价值相比高出59.76%。

当然，我们的计算包含了很多主观判断，尤其是印孚瑟斯公司未来的增长率。如果试着改变对增长率的预测，算出的内在价值也会随之变化。在上面的计算中，我们对印孚瑟斯公司未来增长率的估计是比较保守的，实际上，印孚瑟斯公司的管理层给出的未来展望也很保守，与我们上面用到的数字是一致的。在进行股票分析的时候，我认为宁可保守，不要冒进，保守的估计最多让我们错过一些投资机会，却不会让我们赔钱。公司的内在价值并不是一成不变的，随着时间的推移，如果公司的基本面信息有所提高，公司的发展势头比你预测得好，那么，你也应该适当地提高对未来增长率的估计，计算出的内在价值也会随之提高。相反的，如果公司的基本面信息恶化，你就应该调低对未来增长率的估计，算出的内在价值也会随之降低。

第三部分
投资管理的科学与艺术

在制定了投资策略以后，投资者的工作并没有结束，我们还需要知道如何建立并持续管理我们的投资组合。投资管理既是一门科学，也是一门艺术。

第三部分的各个章节将会详细解释投资管理的诸多方面，例如，去哪里寻找投资机会，如何管理手头的投资组合，什么是最优的抛售策略，股票投资中如何保持良好的心态、风险管理的概念，以及用期权等衍生品提高投资回报率的技巧等。

本部分要点：

- 你可以通过以下渠道了解到潜在的投资机会：关注价值线投资调查、运用魔术公式投资法则、阅读《华尔街日报》、亲自走访公司或商场等。

- 为了减少投资组合的价值波动，一定要注意分散风险，不要把鸡蛋放在同一个篮子里。

- 当一只股票的市场价格达到或超过了你计算出的内在价值，你就可以考虑抛出该只股票了。如果公司的基本面信息恶

化，而公司的管理层又没有能力或合理的措施去扭转这种恶化的状况，你也应该立刻考虑抛出这只股票。

• 理智判断、冷静思考，坚守科学的投资策略，依靠踏实的研究成果作决定。不要被市场牵着鼻子走，也不要因为恐惧或贪婪而自乱阵脚或盲从。

• 把5%~10%的资本投资于长期普通股预测证券，这能够大大地提高你的投资组合的回报率。

• 不要频繁地买卖股票，耐心等候最完美的时机，出手次数要少、时机要准。

• 致力于寻找被市场低估的优质公司，不要找“雪茄烟蒂”型公司。

第二十四章
安全边际市场价比内在价值低25%的股票才能购买

在前面的章节中，我们已经详细地介绍了内在价值的计算方法。在计算公司内在价值的时候，我们通过公司过去的股东收益的走势，来预测公司未来股东收益的趋势。对任何一家公司来说，未来都可能充满着各种各样的挑战：宏观经济情况可能会恶化，经济增长趋势放缓，甚至进入萧条期；公司所处的行业可能会陷入暂时的低谷；公司经营也可能出现各类问题和困难，导致营业额和利润下降。在进行股票分析的时候，这些潜在的风险都是应该被充分考虑的。我们的目标是：即使上述这些负面情况真的发生了，我们也想保证投资不会亏本。怎样才能实现这个目标呢？这就需要我们在进行股票分析的时候，引入“安全边际”这个概念。如果能以比公司内在价值更低的价格买入该公司的股票，我们就有了一个安全的缓冲层，保证我们即使在公司价值下降的时候也不至于亏本。我们投资时的买入价越低，这个缓冲层也就越安全。

比如说，如果计算显示，一家公司的内在价值是每股30美元，而我们以每股20美元的价格买入了这家公司的股票，那么买入价比内在价值低了33%，这33%的比例就是我们的安全缓冲层。如果我们能以内在价值的1/2甚至更低的价格买入，那当然就更为理想、更为保险了。买入价比内在价值低得越多，投资的安全系数就越高，投资的回报率也就越高。

如果你能以比内在价值低1/2的价格买入一只股票，并长期持有，直到股票价格等于其内在价值时才抛出，你的投资回报率会是多少呢？我们不妨来详细地计算一下。

情景1：假设买入价比内在价值低50%。

公司内在价值：每股25美元

平均买入价：每股12.5美元

持有期：2年

I=复合年回报率

则 I=[（25÷12.5）$^{1/2}$－1] ×100%

复合年回报率是41.42%。

情景2：假设买入价比内在价值低25%。

公司内在价值：每股25美元

平均买入价：每股18.75美元

持有期：2年

I=复合年回报率

则 I=[（25÷18.75）$^{1/2}$－1] ×100%

复合年回报率是15.47%。

情景3：假设买入价比内在价值低75%。

公司内在价值：每股25美元

平均买入价：每股6.25美元

持有期：2年

I=复合年回报率

则 $I=[(25\div6.25)^{1/2}-1]\times100\%$

复合年回报率是100%。

从上面的计算中可以看出，买入价（或者说买入价和内在价值的关系）对最终的投资回报率有非常大的影响。当买入价从内在价值的75%下降到25%时，最终的复合年回报率上升了84.53%，这个差别是相当大的。所以说，要想取得高额回报，最重要的一点就是要找到市场价比内在价值低很多的公司进行投资。这样的机会并不是随时随地都存在的，但是当宏观经济状况恶化（例如金融危机来临的时候），股票市场大幅缩水的时候，往往就会出现这类不可多得的机会。这种时候，你需要眼疾手快，找到一家市场价大大低于内在价值的公司，将手上的大部分资金投入购买该公司的股票。如果你的判断正确，这样的投资日后会给你带来丰厚的回报。

在挑选股票的时候，对于不同情况的公司，对买入价的要求也应该有不同的标准。比如说，一家公司的经营状况稳定，过去10年间的利润一直以每年超过15%的速度增长，而且未来营业额和利润的不确定性也都较小。对于这类公司，如果能以比内在价值低25%的价格购入其股票，就已经相当理想了。确实，表面看来25%的折扣并不算很大，但是别忘了公司高速增长的潜力和相对较小的风险对你来说是十分有利的。

巴菲特对可口可乐公司的投资，就是这样的一个例子：

“我们喜欢资本回报率高的公司，尤其是那些有望一直保持高资本回报率的公司。比如说，上次我们投资可口可乐公司股票的时候，

可口可乐公司股票的市盈率大约是23倍。而如果我们用当时的买入价，除以现在可口可乐公司的每股收益，市盈率只有5倍左右。对于一家能保持高资本回报率的公司来说，投入的资本会像滚雪球一样快速增长。对于这样的企业，虽然当时的买入价可能看起来很高，但是和日后的股价一比较，就会觉得绝对物有所值。”

为什么说这样的企业即使是高价买入，也是值得的？秘密就在于公司利润增长的速度。1988年，可口可乐公司的股价并不比公司的内在价值低很多，如果巴菲特因此而不愿意投资于可口可乐公司，他就不会在之后的22年中取得如此喜人的回报率。对于可口可乐这样的优质公司，公司的市价几乎永远不会低于内在价值的75%。所以，考虑购入这类高增长、低风险的优质公司的时候，对买入价的要求不能过于苛刻。

但是，如果你考虑购入的是高风险行业的股票，例如高科技股，你对买入价的要求就应该更严格一些。只有当买入价和内在价值的差距足够大时，你才应该考虑买入这类公司的股票。这是因为这类公司的利润波动大、竞争压力大、产品周期短，这些都大大地加大了投资的风险。以著名的英特尔公司为例，英特尔公司的微处理器产品，研发速度每18个月要翻一番。一旦英特尔无法跟上这个步伐，或是在新产品的研发上稍有滞后，公司的利润就会迅速受到影响。对于这类高风险公司，投资者当然必须要求买入价比公司的内在价值低很多。当公司的利润突然下降，公司的股价也会跟着“跳水”。虽然如此，只要你的买入价比公司的内在价值低很多，那么这块安全缓冲带就能保证你在股价“跳水”的时候也不至于赔钱。

当然，即使你的买入价低于公司的内在价值，也无法保证你永远不会赔钱。短期来看，基于各种各样的原因，股票的市场价可能会非常严重地偏离公司的内在价值。这种偏离是非理性的，但却是实实在在地存在的。只要你充分相信自己的判断，认为自己计算的内在价值

是正确的，那么，不管市场怎样波动，你都没有理由惊慌。相反，你还应该意识到，股价非理性降低的时候恰恰是增持这只股票的最佳时机。

买入价是投资成功的最重要因素之一。如果股价不能比公司的内在价值低25%或更多，就绝对不要考虑购入这只股票。这是一条你应该随时随地牢记的股票投资法则。即使你选择的企业再优秀、再成功，只要买入价不合理，你就很难获得高额的回报。如果你能以很优惠的价格（也就是比内在价值低很多的价格）买入股票，即使是一家很平庸的企业也能给你提供丰厚的回报。

比如说，你打算购入一家资产丰厚但是目前正处于财务和经营困境中的企业。只要你的买入价比公司的净资产价值还要低，那么不管公司的经营情况如何困难，哪怕公司最终破产清算，你也仍然能够获利。

购买任何一只股票前，请先别忙着计算获利的可能性，而是首先估计一下赔本的风险有多大。不妨这样问问自己：投资这只股票，赔本的概率是多少呢？记住，买入价比公司的内在价值低得越多，赔本的概率就越小，潜在的回报率也会越高。

为了说明这个问题，在这里，我想提一下我投资RCM技术公司的例子。RCM技术公司是一家几乎名不见经传的信息技术公司。我于2008年第四季度到2009年第一季度间，多次分批购入RCM技术公司的股票，购入价为每股1~1.5美元。RCM技术公司主要分为3大部门：

1. 信息技术部门：主要为美国标准普尔500指数覆盖的公司提供信息技术解决方案和技术支持服务。

2. 工程部门：主要提供工程设计方面的专业人员和项目建设的管理人员。

3. 商业部门：主要提供医疗保健方面的专业人员。

当时，RCM技术公司的市值大约是1 300万美元，而美国经济正处于萧条阶段，技术人员的外派行业状况也相当低迷。随着经济的复苏，RCM技术公司也开始逐步恢复活力。按照本书之前讲述的股票分析清单，我逐项分析了RCM公司的各方面情况，并计算出公司的内在价值约为每股3美元。当时，公司的股价在每股1~3美元的范围内波动，也就是说市场价格比内在价值低了50%~66%。因此，我十分肯定，目前这家公司正被市场低估，这是一个绝佳的买入时机。

除了考虑公司市值和内在价值的关系，我还考虑了RCM技术公司的清算价值。所有的分析都显示，以当时的价格买入RCM公司的股票是一个极好的投资机会。我对自己的判断十分自信，于是我用手头资金的20%购买RCM技术公司股票。在此，我要解释一下清算价值的具体计算方法。2008年年末，RCM技术公司应收账款总计6 200万美元，现金约为85万美元，其他流动资产约为300万美元。所以，RCM公司当时的流动资产总额大约是6 670万美元。

RCM技术公司当时的流动负债总额是2 340万美元，公司没有任何的长期债务。

正如前文解释过的，应收账款是不可能100%收回的。我保守地假设RCM公司能够收回75%的应收账款，于是，应收账款的净值就是4 650万美元。公司的现金是85万美元。

我也保守地假设公司在破产清算的情况下，其他流动资产无法收回，300万美元的资金完全忽略不计。

于是，RCM公司清算时能收回的流动资产是4 737万美元，而流动负债是2 340万美元。

这两个数字相减，就得到公司的清算价值，这一价值是2 395万美元。

当时，RCM技术公司的流通股份总计1 319万股。也就是说，即使RCM公司破产，每股股票的清算价值为1.81美元。注意，上述计算都是基于最保守的估计。一般来说，剔除呆账、坏账，公司的应收账款可以收回90%以上，而我假设RCM公司只能收回75%，这真的是非常保守的估计了。2009年3月，RCM公司公布了2008年的财务报表以后，公司的股价一度在每股0.90~1.22美元的范围内波动。此时的股价比公司最保守的清算价值还要低32.5%~45%。基于这样的情况，我判断买入RCM技术公司的股票是一笔相当安全的投资。我的平均买入价大约是每股1.15美元。

RCM技术公司的股价变化如图24－1所示。



图24–1 RCM技术公司的股价走势和日成交量图

2010年6月，另一家信息技术公司CDI公司曾有意以每股5.20美元的价格收购RCM技术公司。但是，CDI公司的董事会认为每股5.20美元的价格过高，并以此为理由否决了上述交易。后来，RCM技术公司的股价逐渐反弹到了每股4.5~5美元，我在这个价格区间内抛出了手上的RCM公司的股票，平均卖出价约为每股4.75美元。在1年半的时间内，我的这笔投资的回报率高达360%，换算成复合年回报率是每年134.8%。

即使你发现了一家十分优秀的企业，即使这家企业通过了股票研究清单上的每一个条目的测试，但只要公司的股价接近或超过公司的内在价值，你就应该坚决拒绝购入这只股票。给自己定下一条规矩：如果股价没有比内在价值低25%或以上的股票绝对不要购买，而不管其他方面的条件多么诱人。这个规矩可以帮你有效地避免永久性的资本损失。如果你看中的股票不符合上述条件，你可以把这只股票放在你的监控列表上，并持续关注这家公司的股价变化。与此同时，你应该积极寻找符合上述条件的股票，趁低买入。

第二十五章
投资机会应该去哪里寻找？

通过阅读本书第二部分的内容，你应该已经学会了很多股票研究的方法和技巧。但是，开始进行具体的股票研究之前，还有一个问题：你必须先找到一些潜在的投资机会，才能开始研究。去哪里寻找投资机会是很多投资初学者都很关心的问题。其实，寻找投资机会的渠道有很多，在这一章里我会逐条详细地介绍。

价值线网站

价值线网站（www.valueline.com）是寻找和研究潜在投资机会的最佳渠道之一。巴菲特经常通过这个网站寻找值得投资的股票，我也完全照搬了巴菲特的方法。只要注册成为价值线网站的用户。你就能自由地搜索各种股票的信息，巴菲特能看到的资讯，你同样能看到。你和巴菲特是站在同一条起跑线上的！我建议你订阅价值线网站的两个版本，如下所示：

- 价值线投资调查－基础版。
- 价值线投资调查－中小企业版。

基础版的订阅费用是每年538美元，中小企业版的费用是每年255美元。如果两个版本都订阅，每年的总费用是763美元，这笔钱是绝对值得花的，因为价值线网站的信息能够帮你找到最有价值、最值得投资的公司和股票。价值线网站提供电子版本和纸质版本的订阅，你可

以根据个人的喜好任选其一。我个人选择订阅电子版本，因为这样保存起来很方便，不用专门留出空间来存放旧的价值线报告。巴菲特则选择订阅纸质版，因为他不喜欢在电脑上进行股票研究（据称巴菲特只有在和朋友玩在线桥牌的时候才用电脑，其他时候他一概不碰电脑。）

订阅成功以后，你就可以自由地阅读各种价值线报告，从而发掘出值得投资的股票。

价值线投资调查－基础版

每周价值线网站都会发布一份新的价值线报告。要阅读这份报告，你只要点击“总结与指数报告”这一栏就可以了。这份报告中，有以下10项内容值得注意：

1. 3~5年内升值潜力最大的股票。
2. 自由现金流最大的公司。
3. 过去13周内业绩最佳的公司。
4. 过去13周内业绩最差的公司。
5. 股价低于账面价值最多的公司。
6. 市盈率最低的公司。
7. 年回报率最高的股票。
8. 资本回报率最高的公司。
9. 廉价类股票。
10. 增长速度最快的股票。

在上述的每个条目之下，价值线网站会为你列出好几百家公司。当然，你不需要也不可能对这几百家公司都进行深入细致的研究，任谁也没有那么多的时间和精力。如何划定股票研究的范围呢？首先，你应该确定自己的能力范围：哪些行业是我所熟悉的？对哪些行业的公司我有一定的了解，知道它们的经营方式和业务内容？这些行业中的公司是如何产生利润的？这些企业的利润又是如何随着宏观经济周期的变化而变化的？

对此，沃伦·巴菲特是这么说的：

> 我每次只会关注一个行业。对于这个行业，我会投入约半个月的时间，尽量了解这个行业的方方面面，积累必要的知识，形成我对这个行业的个人见解。我不会盲目地依赖任何“常识”或“传统智慧”，这些内容很可能是道听途说，是没有实际依据的误导。对行业的所有性质和特点，我都要自己梳理一遍才能放心。
>
> 比如说，我要研究一家保险公司或一家造纸厂。我会假设自己刚刚继承了这家企业，并且这家企业是我手中唯一的资产，我别无选择，只能努力经营这家公司。我会问自己：在这种情况下，我应该怎么办？我应该思考哪些问题？哪些方面是我应该担心的？我的竞争对手是谁？我的客户群又是一些什么样的人？找到答案以后，我会走出办公室，找到我的客户、我的竞争对手以及其他相关的人。与这些人进行交谈和沟通。看看和竞争对手相较而言，这家企业的优势和弱势在哪里。如果你能做到上述这些内容，你就会对一家企业的经营和业务有一个相当深入的了解，你了解的深度甚至会超过这家公司的管理层。

下面我们来逐条看看报告中的这些内容。

3~5年内升值潜力最大的股票

在报告的这一部分，价值线网站会将公司在未来3~5年内的升值潜力进行排序。当然，升值潜力并不代表未来3~5年内的实际升值程度，你不应该盲目地依赖这个排行，也不可以简单地直接购买表单上排在最前面的股票。对于这一部分的内容，价值线网站给出了如下的“警告与提示”：

> 以下表单中列出的公司可能具有高风险。所有升值潜力仅代表目前本公司所作的预测，而不能保证与未来的结果相符。为了了解各只股票的详细风险，请阅读本网站“评级与报告”部分的详尽报告。以下表单中的部分企业可能并不能在短时间内产生投资回报（请参见“业绩排行榜”部分）。

在3~5年内升值潜力的排行榜单中，首先你应该剔除在你能力范围以外的公司，如果你完全不了解公司所处的行业，投资其中完全是盲人摸象。而在你能力范围以内的公司可以继续列入考虑。我建议你在自己的电脑中建立一个“价值线”文件夹，然后在文件夹里创建一个“价值线研究”的文档，把这些备选的股票记录在文档里。记住，创建这些文档的时候，一定要在文档名中详细地注明日期。因为每周都会有新的价值线报告出炉，所以每周你都应该创建一个新的“价值线研究”文档，把具有投资价值的股票记录下来。一段时间以后，你可以在这个文件夹里回顾之前的“价值线研究”文档，有些股票的名字是会不断重复的，而有些则是昙花一现。显然，你应该把精力用于研究那些多次被提名的股票上。

当然，价值线报告并不是只有“3~5年最佳升值潜力的股票”这一个表单，你没有任何理由把自己限制在这一个表单里。下面的其他表单你也应该仔细阅读、综合考虑。

自由现金流最大的公司

这个表单中所列的公司都是过去5年中产生大量现金流的公司。扣除资本性支出和股息，公司的现金流还有较大富余。现金流是公司财务状况的重要指标之一，人们常常把现金流比作公司的血液。如果公司能够通过经营活动产生足够的现金流，公司就会有一张健康、有活力的资产负债表。此外，公司还可以把富余的现金流用于扩大再生产、收购其他公司、回购公司股份等。在这个表单中，你可以看到现金流入量和现金支出量的比值。与上面一条中提到的一样，你可以从这个表单中筛选出属于你自己能力范围内的公司，并记录到“价值线研究”文档中作为备选。

过去13周内业绩最佳的公司

顾名思义，这个表单上的公司是过去13周内业绩突出的公司。业绩的衡量标准是股价的上升，但需要注意的是，过去13周内业绩好并不表示在接下来13周的时间里这些股票会继续有好的表现。你可以从这个表单中筛选出属于你的能力范围内的公司，并记录到“价值线研究”文档中作为备选。

对于这个表单中的公司，你应该搞清楚的是：为什么这些公司会在过去13周内有突出的业绩表现？是因为公司的基本面信息有所改善吗？要回答这个问题，你必须拿出本书第二部分的股票研究清单，进行逐条的对照研究。这个表单上所列出的股票价格目前可能正处于一年内的最高点。

过去13周内业绩最差的公司

这个表单汇集了过去13周内跌得最惨的股票。目前，表单上的大部分股票的股价可能都处于一年内的最低点。这个表单是十分重要的，值得你下功夫详细地做好功课。因为在这里你可以找到身处困境甚至濒临破产，但又具有重建潜力的公司的股票。

对于这个表单中的公司，你应该搞清楚的是：为什么这些股票会在过去13周的时间内暴跌？是因为公司没有达到之前的利润预期，是因为公司的基本面信息大幅恶化，是因为公司官司缠身，是因为整个行业不景气，还是因为公司的债务负担过重？虽然表面看来，这个表单上列出的都是一些经营不善的公司，但是在我个人的投资生涯中赚钱最多的股票几乎都是从这个表单上挑选出来的。前文提到过的选择舒适床垫公司（SCSS）是我目前为止最成功的投资，我正是在这个表单上发现了这只股票，这只股票在不到两年的时间内为我创造了2000%的回报率。除此之外，这个表单还帮助我发现了ATP石油天然气公司（ATPG）。当我在这个表单上发现ATP石油天然气公司时，这家公司的股价正处于一年内的最低点，每股价格仅为8.2美元。此前，ATP石油天然气公司的股价曾一度走高，2010年4月时的股价高达每股18美元。而在我发现这只股票的时候，它的股价已经连续暴跌2个月，总跌幅达54.4%。我立刻问自己：为什么这只股票会在短短两个月的时间内跌幅超过50%呢？

经过研究，我发现ATP石油天然气公司曾于2010年4月23日宣布发行价值150亿美元的第二留置权票据。2010年5月6日，APT石油天然气公司公布了2010年第一季度的财务报表，公司于该季度中处于亏损状态。所以，APT石油天然气公司股价大跌主要是公司的巨额债务引起的。对此，我作了进一步的详细研究。根据研究结果来看，我认为ATP石油天然气公司有能力履行债务契约，破产风险较小。所以，我以每股10美元左右的价格买入了ATP石油天然气公司的股票。之后，我分几次买入和卖出该只股票，从股价的暂时下跌中成功获利。我最后一次买入ATP石油天然气公司股票时的价格约为每股14美元，截至2010年12

月，我仍然持有这只股票，而此时ATP石油天然气公司的股价已经上升到了每股16.69美元。

ATP石油天然气公司的股价走势如图25－1所示。

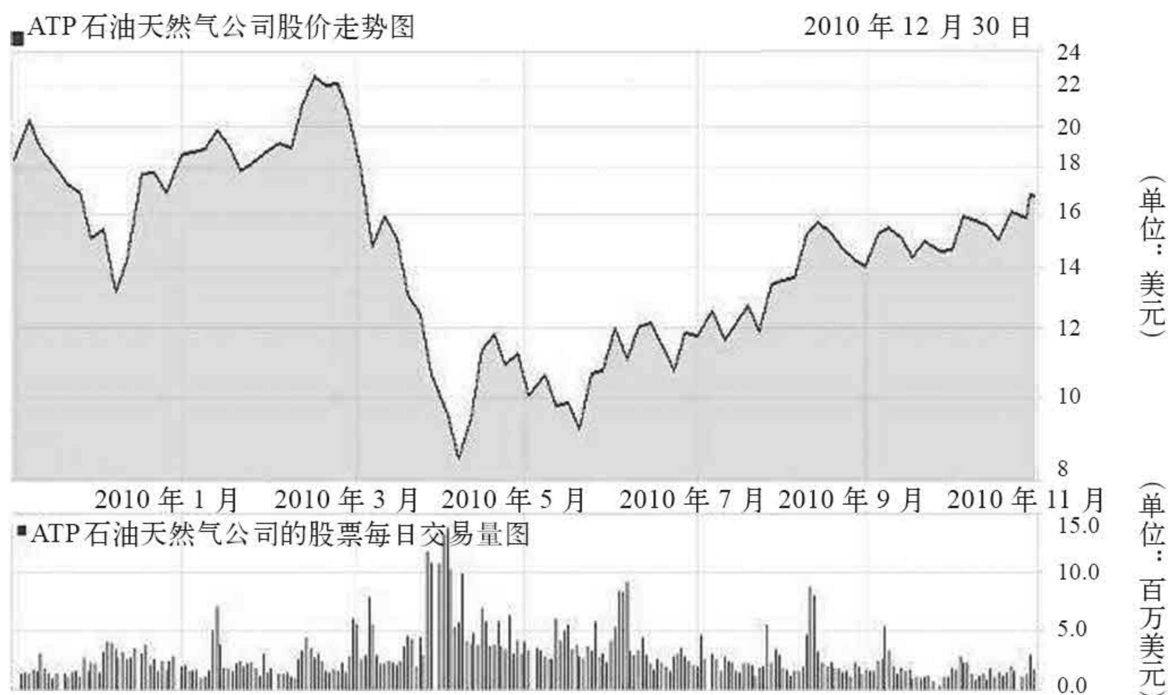


图25–1 ATP石油天然气公司的股价走势和日成交量图

从上图中可以看出，如果你能在公司的股价处于一年内以来最低点的时候买入，2010年6月，你的买入价会是每股8.16美元。如果你耐心持有该股，并于2010年12月31日抛出，那么你的卖出价将是每股16.69美元。在这6个月的时间内，你的投资回报率可能高达104%。这种优秀的投资机会恰恰是在13周内业绩最差的股票表单上发掘出来的。

股价低于账面价值最多的公司

本表单上所列股票的价格全部低于公司的账面价值。表单中有专门的一列，显示目前股价占公司账面价值的比例。显然，你不应该盲目地直接购买股价占账面价值比例最低的公司，事情绝对没有那么简单。正如前文提到过的，账面价值有时候并不能反映出公司的真实价值。比如，资本密集型的公司（例如实业公司）总是有着比较高的账面价值，但是这类公司一旦真的进入破产清算环节，机器设备的清算价格往往比其账面价值低得多。你可以从这个表单中筛选出属于你能力范围内的公司，并记录到“价值线研究”文档中作为备选。这个表单也是你寻找被市场低估的公司的好地方，低价购入一只有潜力的股票，是成功投资的不二法门。

市盈率最低的公司

这个表单上的公司的市盈率都很低，这也是你挖掘被市场低估的公司股票的好地方。你可以从这个表单中筛选出属于你的能力范围内的公司，并记录到“价值线研究”文档中作为备选。

年回报率最高的股票

这也是寻找被市场低估的公司股票的好地方。在这个表单中，价值线网站为你列出了每家公司年回报率的估计值。年回报率包括股价增值和股息收入这两个部分的加总。你会发现，这个表单上的股票与之前的“3~5年内升值潜力最大的股票”以及“过去13周间业绩最差的公司”两个表单上的股票有很大的重叠。你可以从这个表单中筛选出属于你能力范围内的公司，记录到“价值线研究”文档中作进一步的研究筛选。

资本回报率最高的公司

这个表单汇集了2007~2012年间总资本回报率最高的公司。本表单中有专门的一列给出公司在2007~2012年间的平均资本回报率。这个表单可以帮助你发现和筛选优秀的公司和股票。因为前文中我已经多次解释过，高资本回报率对长期股东来说是多么重要。很多优秀的公司如高露洁公司（CL）和葛兰素史克公司（GSK）等长期位列于此。你可以从这个表单中筛选出属于你的能力范围内的公司，记录到“价值线研究”文档中备选。

廉价类股票

这个表单中的股票都是“折扣清偿”的低价股票，很多股票的价格比公司的营运资金还要低。公司营运资金的计算公式如下：

净营运资金=流动资产－所有负债（包括长期负债和优先股）

这个表单上的股票与前文中3个表单上的股票有较大的重叠：“3~5年内升值潜力最大的股票”、“年回报率最高的股票”，以及“过去13周内业绩最差的公司”。这些表单都是寻找被市场低估的股票的好地方。正如我们多次强调过的：只要能找到被市场低估的优质股票，并低价买入，一旦公司的经营状况好转，财富就会滚滚而来。

增长速度最快的股票

这个表单列出了公司过去10年来的增长速率，以及未来2~5年间的预期增长速率。在这张表单上，你会发现很多热门股票的身影，比如

苹果电脑公司（AAPL）和戴克斯户外公司（DECK）等。这个表单上很多股票的市盈率都非常高。你可以从这个表单中筛选出属于你自己能力范围内的公司，记录到“价值线研究”文档中作进一步研究。如果其中某些股票通过股票研究清单上的大部分条目的审查，你就可以把这些股票放到你的“观望备选清单”中。当市场大幅波动，这些股票的股价显著下跌时（比如2008年金融危机的时候），你可以考虑趁低买入这些股票。这种机会并不多见，即使出现也只是昙花一现，所以，当这样的机会来临，你一定要眼疾手快地买入足够数量的股票，然后长期持有，才能获得理想的回报率。正如前文所说的，在整个投资的过程中，买入时机和买入价都是非常重要的。

价值线投资调查－中小企业版

价值线投资调查的中小企业版提供了中小市值企业的“总结与指数报告”。这份报告中，有以下内容值得注意：

1. 自由现金流最大的公司。
2. 股价低于账面价值最多的公司。
3. 资本回报率最高的公司。
4. 廉价类股票。
5. 过去13周内业绩最佳的公司。
6. 过去13周内业绩最差的公司。

具体的研究方法和上述介绍的对价值线投资调查基础版的研究方法是一样的。你可以从这些表单中筛选出属于你能力范围内的公司，记录到“价值线研究”文档中作进一步的研究。

“神奇公式”投资法则

“神奇公式”投资法则的发明人是乔尔·格林布拉特，这个法则可以指导大家找到被市场低估的高质量股票。乔尔·格林布拉特曾出版过一本名为《股市稳赚》[1]的书籍，他还创办了“神奇公式”投资法则的网站：www.magicformulainvesting.com。你可以免费注册成为该网站的会员。注册之后，你可以登录该网站，找到网站上的“神奇公式投资股票筛选器”。比如说，你可以把最小市值设置为5 000万美元（当然，这些参数都可以根据你个人的需要自由调整），然后选中一些股票（最多可以选中50只股票）。点击“筛选股票”，网站会自动列出一张筛选出来的股票列表，表上的股票是按照代码的字母顺序排列的。你可以从这个表单中筛选出属于你自己能力范围内的公司，记录到你自己的“神奇公式清单”文档中作进一步的研究。你可以试着调整参数，例如把最小市值设成1亿美元，甚至5亿美元。大部分之前被筛选出的股票会重复出现，但是也会有一些新的股票出现在筛选结果中，这些结果你都可以记录到你自己的“神奇公式清单”文档中。

“神奇公式”投资法则网站建议你完全按照这套法则的指导，进行一种“自动化”的投资，这一点我是不赞成的。我认为，用这套法则进行初步筛选以后，你还是应该对照本书第二部分给出的股票研究清单逐项地考察这只股票，并计算出股票的内在价值。永远不要进行所谓的“自动化”投资。在决定投资一家公司之前，你需要全面地了解这家公司，弄清楚公司的真正价值，理解公司的业务性质和商业周期，理解公司的赢利情况，以及在市场竞争中所处的位置等。只有有了上述了解，你才能放心地长期持有该公司的股票，才能坚定地相信自己的判断，相信公司的真正价值终会被市场所认识。有些时候，股市的波动会让公司的股价大幅下跌。但只要你知道这家公司的真正价值，你就不会惊慌，因为你知道股价的下跌只是暂时的。相反的，如果你根本不了解公司的业务和经营状况，你就难免会心态失衡，错误

地低价抛出手上的股票。所以，我的建议是：买任何一只股票之前，都要按照本书第二部分给出的股票研究清单逐项地考察这只股票。

《华尔街日报》

你应该养成每天阅读《华尔街日报》的好习惯。但是，记住，对报上的新闻和评论要有选择地吸收，不要一味地按照报纸的内容操作。从《华尔街日报》的这些内容中，你可以找到不少潜在的投资机会。

内部交易聚焦

每个星期六，《华尔街日报》都会刊登出一份本周内大型内部交易的清单。在这张清单上，你可以找到这一周内有哪些公司的内部人员进行了本公司股票的大宗买入或卖出交易。首先，我想指出的是，内部人员大笔出售本公司的股票并不一定是负面消息，你也不必为此感到过分担忧。很多时候，内部人员卖出股票只是为了筹措个人所需的资金而已，这并不意味着他们不看好自己公司的前景。相反的，如果内部人员大宗买入本公司的股票，通常都是因为他们认为自己的公司目前被市场所低估，目前公司的股价低于公司的内在价值；或者说这些内部人员认为公司的发展前景有所提高，潜力有所上升。不管是上述哪一条原因，都是一个非常正面的信号。剔除不在你的能力范围内的公司，你可以创建一个名为“内部交易清单”的文档，把剩下公司的信息记录在这个文件里。这个文件里记录下的股票值得你作深入研究，并逐一计算它们的内在价值。

提供内部交易信息的网站远不止一家，这些网站更新的速度通常比报纸更快。当然，这些信息一般都不是免费的，你需要付费订阅网站的服务才能够看得到。实际上，我认为根本没有必要订阅这类服

务，一旦某家公司发生了大宗内部买入交易，很多投资者都会立刻跟着买入。这只股票的成交量会突然激增，股价也会迅速上扬，这一现象在小型公司身上表现得尤为明显。在股价突然飙升之后的几周内，短线交易者会开始抛出这只股票以迅速获利，这时候股价会有一个下跌的过程。这个下跌的过程，正是你买入这只股票的最佳时机。

市场数据

《华尔街日报》每天都会刊登各种市场数据。从这些市场数据中，你可以找到股价上升最快的股票、股价下跌最快的股票，以及交易量激增的股票。这些变化都不会是无缘无故的，其背后都一定有着某些深层次的原因。你可以从这些数据中筛选出属于你自己能力范围内的公司，然后作进一步的研究，找出股价或股票成交量波动的深层次原因。你可以访问雅虎财经网站获得相关的信息。公司的官网和新闻稿也会包含很多有用的信息。

一般来说，导致短期内股价快速上涨的因素包括：赢利预期、大宗客户订单、管理层变动等。通过详细的研究，你一定可以找出股价上涨背后的原因。你可以在电脑里创建一个名为“《华尔街日报》股票清单”的文档，将这些股票记录下来，方便日后研究之用。需要注意的是，谨慎对待利好消息，不要一看到利好消息就立刻买入。首先，你应该根据本书第二部分的股票研究清单作详细研究，然后理智地决定是否买入这只股票。但是，研究和分析总是需要一定的时间，所以你不应该在利好消息发布的当下就立刻买入。即使经过研究，你判断这只股票值得投资，我仍然建议你再等待一两周的时间。正如前文所说，利好消息带来的购买狂潮结束以后，一般都会出现一个股价下跌的过程，你可以趁其他投资者热情消退的时机迅速买入，这时候的股价一般低于利好消息刚刚发布的时候。

而短期内股价的大幅下降一般是由利空消息的传出引起的，例如，赢利未达到之前的预期水平、被其他法人起诉、高管的突然辞职、失去大额订单等。你可以从这些数据中筛选出属于你的能力范围内的公司，然后作进一步研究，找出价格突然下跌的深层次原因。如果研究表明，目前的股价下跌是暂时的，或者是市场的过度反应造成的，那就说明现在可能正是买入这只股票的好时机。面对这样的情况，你应该立即对这只股票进行详细研究，算出股票的内在价值。这一切动作都是越快越好，切忌拖延，因为对于这类比较热门的股票来说，好的买入时机往往非常短暂。当然，我必须再强调一次，下手快是在充分研究过这只股票的基础上才成立的，一味求快而不作好研究就匆忙买入，是绝对行不通的。

交易量的突然上升可能是利好消息引起的，也可能是利空消息导致的。所以，我的建议还是一样：你可以从这些数据中筛选出属于你的能力范围内的公司，然后作进一步的研究，找出交易量激增的深层次原因，然后再决定如何行动。

亲自走访公司

按照第二部分的股票研究清单详细研究过这只股票，并计算出它的内在价值以后，你还可以亲自走访这家公司，与公司的高层管理人员作近距离的交流和沟通。如果你的研究对象是一家不知名的小公司，那么你可能有机会亲自拜访公司的首席执行官。对于中等规模的公司，没有那么容易接触到公司的首席执行官，但你有可能会见到公司的首席财务官、首席运营官、首席销售经理、销售部副总裁或者投资部的副总裁。只要你声称自己正考虑买入10万股该公司的股票，公司几乎都会认真对待你，为你安排好访谈时间。由于此时你已经完成了对公司资料的研究，你应该已经对公司的营业额走势、净利润走势、销售利润率变化情况、财务状况，以及管理层对未来的展望等信息有了充分了解。在约谈公司的管理人员之前，别忘了事先阅读一下

该公司的竞争对手的财务报表，这样你就会知道公司在整个行业的竞争中处于哪个位置。约谈公司的管理人员时，一定要准备好想提出的问题。这些问题可以包括：公司未来5~10年有什么样的战略发展计划？管理层打算以何种方式扩大公司的规模？公司有没有致力于提高利润率和降低成本？如果有的话，那么具体的措施是什么？公司是否计划减少负债，或者增加现金利用的效率？在面谈快结束的时候，不要忘了问一问管理者：公司的竞争对手中，你最欣赏的是谁？原因是什么？一般来说，公司的经理会诚实地回答这个问题，有了这个问题的答案，你就可以进一步地研究公司的竞争对手，以发现公司竞争上的优势和劣势。一般来说，与管理层面对面的交流是非常有用的，你会收集到很多别处找不到的第一手资料。通过亲自走访公司，你可以发现一些有潜力的公司，发现一些你欣赏的管理层，你可以把你掌握的信息专门记录在一个文档里，作为备选的投资机会。

阅读财经杂志

优秀的财经杂志有很多，比如《财富》杂志、《福布斯》杂志、《商业周刊》杂志，以及《巴伦周刊》杂志等。通过订阅这些杂志，你可以了解一些优秀的公司，并以此为出发点展开进一步的研究。需要强调的是，虽然这些杂志上有很多有用的信息，但千万不要只因为看了某篇杂志的文章就草率地决定买入一只股票。正如前文多次强调的那样，发现了一家你感兴趣的公司以后，你还是必须安静地坐下来，按照股票研究清单上的条目进行详尽地研究和分析。你可以创建一个名为“杂志股票清单”的文档，把你感兴趣的公司名称记录下来，方便日后的研究之用。

逛商场也能发现投资机会

我是从彼得·林奇那里学到这个与众不同的渠道的。不管你是否喜欢购物，你都应该试着定期到商场去逛逛。四处溜达的同时，你应

该注意观察有哪些新店开张，哪些店面人头攒动，哪些店面相对冷清。你还可以考察一下各类商品，与周围的顾客聊聊，问问他们为什么喜欢这个品牌的商品。当发现一家你感兴趣的店面以后，你可以回去研究一下这家公司是否上市，然后照之前的方法展开研究。也许你不会想到，在我的投资组合里，很多最赚钱的股票都是我通过逛商场发掘出来的。

巴菲特也做过类似的事情，为了研究美国运通公司的情况，巴菲特曾在内布拉斯加州奥马哈市的罗斯牛排餐馆里做过信用卡调查。通过观察周围顾客中有多少人用美国运通信用卡付款，巴菲特了解了美国运通公司的客户忠诚度。当时，美国运通公司正深受“色拉油丑闻”的困扰，而巴菲特通过这种独特的调查方法，认定美国运通公司的客户忠诚度仍然很高，于是决定趁着股价较低的时机大笔投资美国运通公司的股票。

如果你有太太和孩子，不妨留意一下他们的消费习惯。大部分的成年女性和青少年都会不断地改变消费习惯，追逐市场上流行的商品和品牌。你的太太最近买了什么新产品、新品牌吗？如果你家有青少年，从他们的消费状况中你可以很容易地发现最新、最热门的时装公司。

当你出差或外出旅游的时候，不妨关注一下新开张的连锁店或连锁餐馆。说不定，你就能发现下一家麦当劳或家得宝。你可以创建一个名为“商场新发现”的文档，把你逛商场时发现的公司记录下来，方便进一步研究之用。

现在，你的电脑里应该已经有了以下7个文件夹：

1. 价值线股票清单。
2. “神奇公式”法则清单。

3. 内部交易股票清单。
4. 《华尔街日报》股票清单。
5. 公司访问股票清单。
6. 杂志股票清单。
7. 商场新发现股票清单。

有了这7个清单以后，你需要不断地积累、筛选和扩充清单上的内容。更重要的是，你一定要认真研究清单上的备选公司和股票，不要怕麻烦、不要偷懒。你不仅应该阅读这些公司的年报和季报，收听这些公司的电话新闻发布会，还要阅读这些公司的竞争对手的年报和季报，收听竞争对手的电话新闻发布会。如果一家公司通过了股票研究清单上面大部分条目的考验，你就可以着手计算该公司的内在价值。把这些进一步精选出来的股票放在一张微软Excel表格中，列出这些公司的内在价值和当前股价。然后你就可以算出当前股价和内在价值的比值了，这些公司是被市场所低估还是被市场所高估？如果公司的当前股价小于内在价值，那么公司的股票就是被市场所低估的。相反的，如果公司当前的股价大于其内在价值，那么公司的股票就是被市场所高估的。我给这个工作表起名为“内在价值监控表”。你也可以在雅虎财经网站上直接挑选你感兴趣的股票，创建在线的监控列表。

当你发现这些股票中某一只股票的股价小于其内在价值的75%时，你就可以考虑买入了。可以把股价和内在价值的比例按照降序排列，比例越小的股票越值得购买。按照这个顺序购买，你就可以建立自己的投资组合了。接下来的一个问题，就是如何管理你自己建立起来的投资组合，这个问题我们将在下一章的内容中具体讨论。

---

[1] 《股市稳赚》中文版于2007由中信出版社出版。——编者注

第二十六章
管理投资组合的三大技巧

对于任何一个投资者来说，投资组合的管理都是一个非常重要的环节。在这一章中，我们将分3个部分来介绍投资组合管理的技巧，这3个部分分别是：

1. 投资组合的建立：如何分散风险，如何决定投资组合中的股票数目，如何判断每只股票的持有量。

2. 投资组合的日常管理：如何在现有的投资组合中加入新的股票，如何去掉一只已有的股票。

3. 仔细考虑投资不同国家股票的情况。

分散风险

大部分投资者都听说过分散风险的概念：你不应该把所有的资金都投入同一个行业（或相关联行业）的股票，你应该把资金分散投入不同的行业、不同的股票。这样做的好处是，如果某一个行业陷入萧条，你也不会损失太多。

例如，2008年金融危机来临的时候，房地产业是受冲击最严重的行业。美国的房地产业从2004年处于繁荣期，很多银行被房价的上涨冲昏了头脑，无视风险管理的问题，狂热地放出大量的次级贷款。如果说你把所有的资金都投入当时热门的房地产业或是发放次级债的银行，那么2008年的金融危机可能会让你损失50%甚至70%的资金。分散

风险的主要措施就是：不要把所有的资金都投入同一个行业（或相关联行业）的股票。

一般来说，你的投资组合里至少应该包含7~10家不同行业的股票，这些行业应该是互不关联的。这样一来，无论哪个行业突然陷入萧条，你的投资组合都不会受到太大的影响。当然，这并不是说投资者应该把钱分散到50~100只股票中去，也不是说你应该同时投资20个行业。因为这样的做法尽管能帮你分散风险，但也使你很难获得高收益。

为了合理地分散风险，首先，你应该划定你的能力范围：哪些行业是你所熟悉的？你应该对这些行业的经营方式和业务内容有着专家级的了解，能够清楚地分析和评判行业中的企业。这些行业是你可以考虑投资的行业。比如说，你在银行业工作，你对银行业的业务和经营颇有心得，那么你就可以把银行业列为你的投资重点，试着找出质量最高、被市场所低估的银行类股票，并用手头资金的10%~20%投资银行类股票。因为你对银行业有专业知识和第一手资料，你应该能比华尔街的投资者更好地看清银行业的形势和变化。靠着这样的知识和经验，你能够低价买入有潜力的银行类股票，从而获得丰厚的回报。

比如说，一位在银行业工作的投资者发现：2004年的时候，自己的雇主认真地履行风险管理的规章，只向信贷记录良好、有还款能力的人发放住房贷款和商业贷款；他所工作的银行财务状况良好，营业额和净利润都很稳定。然后，房地产市场开始出现泡沫，银行业普遍放宽了借贷审核的标准，放贷额度和借款人资产的比值、放贷额度和借款人收入的比值都越来越高，越来越离谱儿。很多银行开始大量发放次级贷款。作为银行业的工作人员，这位投资者应该能够清醒地意识到：银行的贷款风险正变得越来越高，放贷审核标准的无条件放松必然导致日后呆账和坏账的激增，使银行陷入亏损的境地。这位投资

者还应该能观察到：不仅自己工作的银行在进行这种玩火自焚的行为，其他银行也都是这么做的。

请注意：这里我并非建议你运用你手上的内幕消息来投资。用尚未向公众公布的内幕消息来投资是非法的。如果你是某只股票的内部交易人员，那么美国证券交易委员会有一系列的规章来规范你交易本公司股票的行为，你应该时刻严格遵守这些法规。

让我再举一个我自己的例子。在转做金融工作以前，我是一名软件工程师。我毕业于一家印度大学的软件专业，然后以软件咨询师的身份来到美国，后来，我成立了自己的软件公司。对于信息技术产业，我可算是相当熟悉，我知道如何分析信息技术产业的公司，知道如何分析一家公司是好是坏，知道如何判断一家新公司的前景如何。我曾经投资于iGATE公司（IGTE），在这里我想详细地分析一下这项投资的情况。

iGATE公司是一家软件研发企业，向客户提供境内和离岸的软件研发服务。iGATE公司的总部在美国，但是在印度也设有多家软件研发中心。iGATE公司的创始人把iGATE公司从一家名不见经传的小型咨询公司，逐渐发展成为一家知名的大型软件咨询公司，还增加了软件研发的业务。1996年，iGATE公司在纳斯达克成功上市。iGATE公司的创始人仍然持有公司50%以上的股份，但是公司的业绩多年来都不尽如人意。iGATE公司的营业额和利润状况一直不稳定，增长速度也不令人满意。当1996年iGATE公司上市的时候，我并不打算购买这只股票，但是我知道这家公司值得关注，所以我一直在跟踪这家公司的新闻和发展状况。2008年，iGATE公司发生了一件大事，新的首席执行官潘尼斯·穆尔蒂上任。事实证明，这是iGATE公司发展的一个转折点，在潘尼斯·穆尔蒂的努力下，iGATE公司从一家咨询公司成功地转型为一家软件研发企业。在就任iGATE公司的首席执行官之前，潘尼斯·穆尔蒂曾经是印孚瑟斯公司的高管，在他的带领下，印孚瑟斯公司的营业额在15

年间从200万美元暴增至20亿美元，发展速度令人咂舌。自从iGATE公司宣布聘用潘尼斯·穆尔蒂为新任首席执行官的时候，我就已经相当自信地认为：iGATE公司马上要走上一条高速发展的道路了。果然，潘尼斯·穆尔蒂快速地完成了公司的转型计划，iGATE公司的营业额和净利润自潘尼斯·穆尔蒂就任以来就一路猛涨。

当时，我详尽地研究了iGATE公司，根据我的计算，公司的内在价值是每股12美元，而我以每股9美元的价格买入了iGATE公司的股票。买入价大约比公司的内在价值低25%。我之所以买入iGATE公司的股票，是因为我知道潘尼斯·穆尔蒂的经营水平，知道iGATE公司在他的手上必将高速发展。这就是我作为一名曾经的软件产业内部人员的知识和经验，如果你没有在软件行业工作过，你很可能不了解潘尼斯·穆尔蒂的情况，也就无从抓住这个投资机会。

不久，金融危机爆发，iGATE公司的股价一度跌到每股3.25美元。那个时候，iGATE公司持有不少现金，仅现金储备摊到每股上就约为2美元，而且公司没有任何的长期债务，公司的营业额是2亿美元，净利润为3 200万美元。这样一家优秀的公司，当时的市值却只有1.5亿美元，其中现金和现金等价物的价值为7 500万美元。也就是说，如果剔除公司账面上的现金和现金等价物，整个iGATE公司只值7 500万美元，公司的市值只相当于其2.5年的净利润，这实在是太便宜了！基于上述分析，面对股价的暴跌，我不但不感到惊慌，还抓住机会继续购入iGATE公司的股票。2009年4月，iGATE公司的股价开始反弹。到了2010年11月，iGATE公司的股价已经回升到了每股22.90美元。在这18个月的时间段内，这笔投资的回报率高达604%。图26－1向我们展示了iGATE公司股价在那段时间的惊人表现。

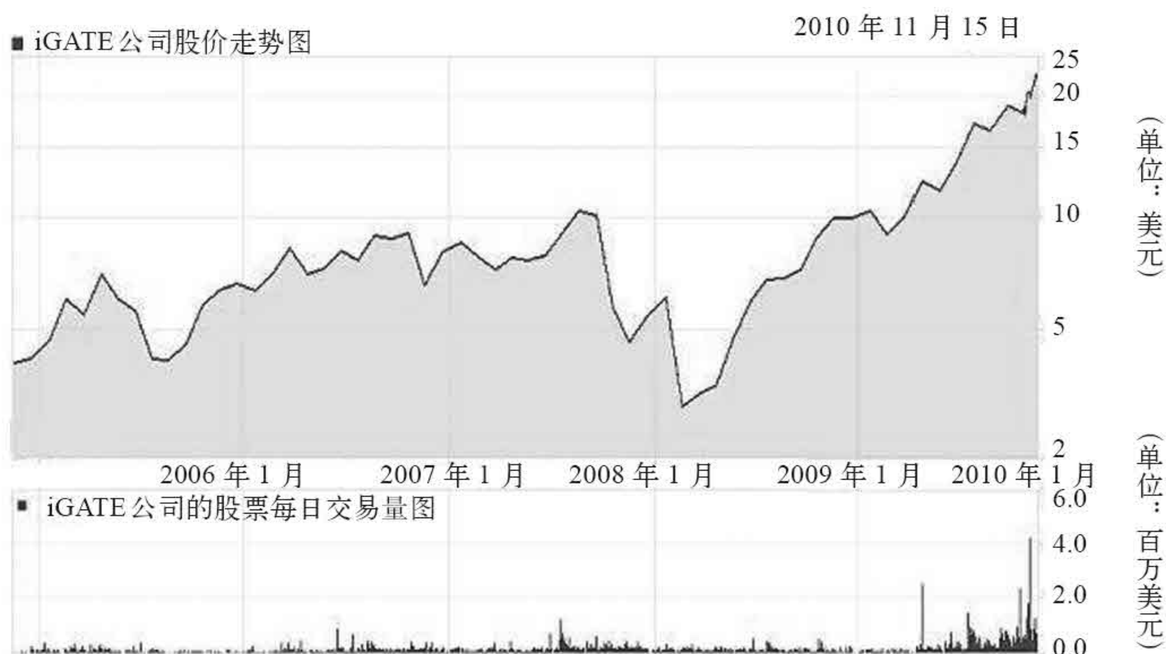


图26–1 iGATE公司的股价走势和日成交量图

其实，我的整个投资生涯并非一帆风顺。2010年6月，iGATE公司的股价已经反弹到了每股15.25美元，也曾出现过小幅下跌。为了锁定已经获得的利润，2010年6月，我以每股14.83美元的价格卖出了iGATE公司的股票。我当时以为股价会继续下跌，所以我打算过段时间再以较低的价格重新买入。没想到的是，事实和我的判断完全背道而驰。自从我抛出了iGATE公司的股票，公司的股价就一路上扬。受经济危机的影响，越来越多的美国公司选择使用离岸的信息技术服务商，市场的这一变化使得iGATE公司的业绩节节高升。2008~2009年间暂停的项目在2010年的时候又重新上马。仅2010年这一年，iGATE公司的营业额就提升了35%。2010年8月，我以每股16.50美元的价格重新买入了iGATE公司的股票，并持有至今。按照巴菲特的投资哲学，只要公司能一直以一个合理的速度增长，你就应该永久地持有这家公司的股票。我的软件业从业经验让我发现了这个绝好的投资机会，并且因低价买入而获利。但如果严格遵守巴菲特的教导，我应该还可以做得更好。

上述事例说明：利用自己的专长和专业知识，你可以找到别人找不到的投资机会，从中获得高额利润。巴菲特的职业生涯也充分地证明了这一点，巴菲特在职业生涯的早期就发现了美国政府雇员保险公司，并且积累了保险业的相关知识和经验。之后，巴菲特一直致力于保险业的投资，买入伯克希尔·哈撒韦公司以后，巴菲特还买入了美国国民保险公司等其他保险公司的股票，并把这些公司通通收归伯克希尔·哈撒韦公司的旗下。

1967年，伯克希尔·哈撒韦公司的保险浮存金是1 600万美元，到了2009年年末，伯克希尔·哈撒韦公司的保险浮存金已经达到了620亿美元。当然，巴菲特并没有把所有的资金都投到保险行业。因为巴菲特对保险业有着全面的知识和丰富的经验，他把手头资金的很大一部分投入保险业。在巴菲特的投资生涯中，他从不故步自封，一直努力地学习新的知识，力图扩大自己的能力范围，进军新的行业。

因为巴菲特偏爱投资具有持久竞争力的企业，比如可口可乐公司、宝洁日化公司、吉列剃须刀公司、富国银行等，他把手上大部分资金都投入这类公司，并且长期持有这类公司的股票。巴菲特对这些公司所处的行业有非常深入的了解，同时他还在不断学习，扩大自己的能力范围。20世纪90年代末，信息技术产业的发展如火如荼，各种与信息技术相关的股票都一路上涨。在伯克希尔·哈撒韦公司的年会上，有人问巴菲特：所有的对冲基金和投资理财产品都从高科技股票中大量获利，为什么你始终没有投资这个领域呢？

对于这个尖锐的问题，巴菲特的回答如下：

> 我认为，我的所有投资原则同样适用于高科技股，但是我却不知道如何进行这方面的投资，因为我必须承认，我对高科技产业的了解有限。如果明年我们公司的投资失利，把你们的钱赔了进去，那么，我觉得我至少应该能在明年的年会上清楚地告诉你

们，为什么会赔钱。但如果把钱投进高科技产业而赔了钱，我没有办法解释赔钱的原因。我想，比尔·盖茨也会同意我的看法，大家都应该投资于自己了解和熟悉的领域。比尔·盖茨了解高科技产业，就像我了解可口可乐公司或者吉列剃须刀公司一样。我相信比尔·盖茨也会考虑投资的安全边际，也会像公司的所有者而不是短期投资者那样思考。所有成功的投资者的投资理念都是一样的，并不是说我们的投资理念不适用于高科技行业。恰恰相反，我的理念完全适用，我的理念告诉我，我不够了解高科技行业，所以不要去碰这个行业的股票。如果某个行业的信息超出我的能力和知识范围，我不能为了投资这个行业而毫无根据地把我的能力范围扩大。对于我自身能力范围之外的投资，我会选择敬而远之。

对于自己的能力范围，股神巴菲特是这样的谦虚。可是，实际生活中的投资者却没有做到这一点。在医药行业工作的投资者总是热衷于投资半导体或是网络公司，而半导体或网络公司的从业者又喜欢去投资制药公司。大家似乎总是舍近求远，觉得自己不熟悉的行业一定比自己熟悉的行业更加有利可图。这其实毫无道理。你有没有想过，投资中最大的风险是什么呢？我认为投资中最大的风险就是你对一个行业缺乏最基本的知识和经验，却偏要盲目地投资于你不熟悉的行业。巴菲特曾经说过：“投资最重要的是理性。如果你不了解一个行业，你就不应该投资这个行业的股票。”

正如前面提到过的，巴菲特一直在努力学习，力图扩大自己的能力范围。但他并非盲目学习，而是一次只关注一个行业，直到把这一个行业看透。中美能源控股公司是伯克希尔·哈撒韦公司下属的一家子公司，在查理·芒格的影响下，中美能源控投公司投资了一家名为比亚迪公司的企业（BYDDF.PK）。2008年9月，中美能源控股公司向比亚迪公司投资2.3亿美元。到了2009年10月，比亚迪公司的股价达到了最高点，中美能源控股公司的这笔投资也增长到了23亿美元。比亚迪

公司主要生产电动汽车，从技术上来说，公司的经营性质并不复杂，投资者能够比较容易地理解公司的经营内容。在被消费者新闻与商业频道采访的时候，巴菲特曾表示，他打算长期持有比亚迪公司的股票，至少在未来10年内没有抛售的意向。

在建立自己的投资组合时，你应该考虑这些因素：

- 以自己工作的行业作为出发点。
- 选出自己熟悉的行业：你应该对这些行业有充分的了解，对于行业内公司的发展趋势能做出理性的判断。
- 尽量选择未来变数较小的行业。当然，这并不表示你不可以投资新兴的高科技行业。如果你自己在高科技行业工作，对这个行业相当了解，并且能够判断行业内企业的未来发展趋势，那么你完全可以投资高科技类股票。
- 在你的能力范围内，选出5~10个相互关联性较低的行业进行投资。即使某个特定行业突然陷入低谷，也不会对你的投资组合产生太大的负面影响。

投资组合中的股票数目多少为宜

过分分散的投资，会影响你的投资组合的回报率。然而，如果风险分散做得不够，又会使你的投资组合风险过高。怎样才能在风险和收益之前取得一个最优化的平衡呢？如何决定投资组合中的股票数目呢？这个问题的答案取决于你对每个行业的认知情况，也取决于你手上的资本数量。科学选择投资组合里的股票数目，才能既保证投资相对集中，又能有效地分散风险。

为了获得高额回报，巴菲特一直保持投资的相对集中性。巴菲特认为，分散风险不应过度，没有必要在自己的投资组合里加入50只、100只甚至200只不同的股票。在经营巴菲特联合有限公司的时候，巴

菲特把手上40%的资金（约1 300万美元）都用于购买美国运通公司的股票。当时，美国运通公司的股价正因为“色拉油丑闻”的影响而处于低谷中。在大约两年的时间内，美国运通公司的股价反弹，巴菲特从中获利2 000万美元。这笔投资大大地提高了巴菲特联合有限公司的投资回报率。2010年，巴菲特手头的资金已经超过1 000亿美元，而他投资的股票却只有25只。

另一位伟大的投资者彼得·林奇，曾掌管美国富达投资集团旗下的麦哲伦共同基金。在彼得·林奇管理麦哲伦基金的13个年头里，基金的复合年收益率超过28%。彼得·林奇管理的投资组合里的股票数目超过1 000只，那么，彼得·林奇是如何获得这样的高额回报率呢？其实，看一看麦哲伦基金的投资组合构成，我们就可以发现，虽然投资组合里有超过1 000只股票，但是基金的大部分资金其实都投入了大约10只股票。虽然其他股票数目众多，所占的资金和比例却极小。彼得·林奇的投资习惯是，只要对一家公司感兴趣，就少量买入这家公司的股票，但严格控制这只股票在总投资组合里所占的比例。所以，虽然持有超过1 000只股票，其实麦哲伦基金的投资组合仍然保持了一定的投资集中度。正是因为这样，彼得·林奇才能在13年里保持每年28%以上的复合投资回报率。

我自己管理的GJ基金也同样坚持投资的相对集中性。通过这样的策略，在过去30个月的时间内，我的GJ基金获得了相当不错的回报率。由于美国证券交易委员会的相关规定，我不能在这里透露GJ基金的具体业绩数据。但是可以公布的是，GJ基金的投资组合里只有10~20只股票，而且绝大部分资金都分布在其中10只股票上。

关于如何分散风险，巴菲特和本杰明·格雷厄姆持有不同的观点。本杰明·格雷厄姆的投资方法是：寻找并买入股价比营运资金还要低的股票。因为这样的公司往往是一些处于财务困境中的公司，这其中总有一些公司最终会走向破产，为了不让这些公司的破产影响整

个投资组合的回报率，格雷厄姆认为投资者应该持有大量不同的股票，以便更好地分散风险。而巴菲特则认为，投资者应该把资金相对集中地投资到一些优质的公司。投资者应该避免那些破产风险高的公司，专心寻找既被市场所低估，又有相当潜力的优秀公司作为投资对象。因此，巴菲特认为，投资组合中有10~20只股票就足够了，保持投资的相对集中性，才能获得最优的回报率。

如何判断每只股票应该持有多少股

除了决定投资组合中的股票数目，我们还需要决定每只股票应该持有多少股。在选定了一定数目的股票以后，如何把资金合理地分配到这些股票上才能获得最优的收益呢？怎样决定每只股票应占整个投资组合的比例呢？这个问题的答案取决于你手上到底有多少只备选股票。假设你选出了15只值得投资的股票，并决定用这15只股票来构建你的投资组合，那么，你应该对这15只股票进行排序。把你觉得最值得购买的股票标为1号股票，以此类推，15号股票就是这些股票中吸引力最小的一只。这个过程结束之后，你就可以开始具体分配每只股票的投资份额了。一般来说，你应该把35%~55%的资金投到1~5号的股票上，把20%~30%的资金投到6~10号股票上，然后剩下的资金则分配到11~15号股票上。这是一种比较优化的投资份额分配方案。按照这种方法分配资金，比把所有资金平均分配到这15只股票上要更为合理。

如果我们来研究一下伯克希尔·哈撒韦公司当前的投资组合就会发现，前10位的股票占了这个投资组合的绝大部分投资份额。巴菲特把绝大部分资金都用于投资他最喜欢、最看好的股票——可口可乐公司、宝洁日化公司、美国运通公司、富国银行、卡夫食品公司等。伯克希尔·哈撒韦公司的投资组合构成如下表所示。

截至2009年12月31日，伯克希尔·哈撒韦公司普通股投资中市值10亿以上的股票如下。

表26–1 伯克希尔·哈撒韦公司的股票情况

	公司名称	买入价（百万美元）	在投资组合中所占份额(%)	目前的市场价格（百万美元）
1	美国运通公司	1 287	3.71	6 143
2	比亚迪汽车	232	0.67	1 986
3	可口可乐公司	1 299	3.75	11 400
4	康菲石油公司	2 741	7.91	1 926
5	强生公司	1 724	4.98	1 838
6	卡夫食品	4 330	12.50	3 541
7	韩国浦项制铁集团公司	768	2.22	2 092
8	宝洁日化	533	1.54	5 040
9	法国赛诺菲–安万特集团	2 027	5.85	1 979
10	英国特易购公司	1 367	3.95	1 620
11	美国合众银行	2 371	6.84	1 725
12	沃尔玛	1 893	5.46	2 087
13	富国银行	7 394	21.34	9 021
14	其他	6 680	19.28	8 636
	总计	34 646	100.00	59 034

在公司的年报里，伯克希尔·哈撒韦公司对上表作了如下注释：

这里我们列出的“买入价”是股票的实际买入价，也是计税时所用的买入价。由于公认会计原则中关于资产价值增记和减记的规定，公司财务报表上的买入价和实际买入价可能有所出入。除了上述股票之外，我们还持有以下公司的不可交易证券：美国陶氏化学公司、通用电器公司、高盛集团、瑞士再保险公司，以

及美国箭牌糖果公司。上述不可交易证券的总买入成本为211亿美元，目前账面价值为260亿美元。上述5家公司的不可交易证券都是最近18个月内购入的。这些证券除了具有长期升值潜力以外，还为伯克希尔·哈撒韦公司提供了大量的股息和利息收入。2009年，上述5种证券共为伯克希尔·哈撒韦公司提供利息和股息收入为21亿美元。此外，截至2010年年末，伯克希尔·哈撒韦公司持有美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司的股份共计76 777 029股（占该公司总股份的22.5%）。此项投资的账面价值为每股85.78美元，因伯克希尔·哈撒韦公司其后购入了美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司的所有股份，目前上述投资已被归并，不再以证券的形式单独列出。

根据上述信息，我们可以看出，巴菲特的投资组合中，下面5只股票所占比例最大（根据买入价计）：

富国银行： 21.34%

卡夫食品： 12.50%

康菲石油公司： 7.91%

美国合众银行： 6.84%

法国赛诺菲－安万特集团：5.85%。

巴菲特的投资组合总价值约为346亿美元（根据买入价计），而这5只股票占到整个投资组合的比例为55.44%。可见，巴菲特的投资是相当具有集中性的，这也是此项投资组合能连续取得骄人回报率的原因之一。

投资组合的日常管理

建立起一个投资组合以后，我们需要持续不断地对这个投资组合进行日常管理。一般来说，一旦建立起一个投资组合，这个投资组合里的股票应该都是你通过细致深入的研究精挑细选出来的，所以我建议持有这类股票的时间至少是2年，而不要过于频繁地买卖。当然，我们不可能永远地持有这些股票，有时候，我们必须调整投资组合的构成，卖出某些股票。股票的抛售策略我们将在下一章讲述。一般来说，每个季度卖出1~2只股票，适当调整投资组合的构成是比较合理的。如果你选择投资正在重建中的公司，你就要更具耐心，因为管理层的重建计划需要相当长的时间才能完全奏效。从开始施行重建计划，到扭亏为盈、股价反弹，这其中的时间间隔不会太短，如果急于抛售，你就无法从中获利。

这里，我又要再次谈到我投资选择舒适床垫公司的例子。我从2005年开始关注选择舒适床垫公司，当时公司正处于高速发展阶段。选择舒适床垫公司的长期股价变化如图26－2所示。

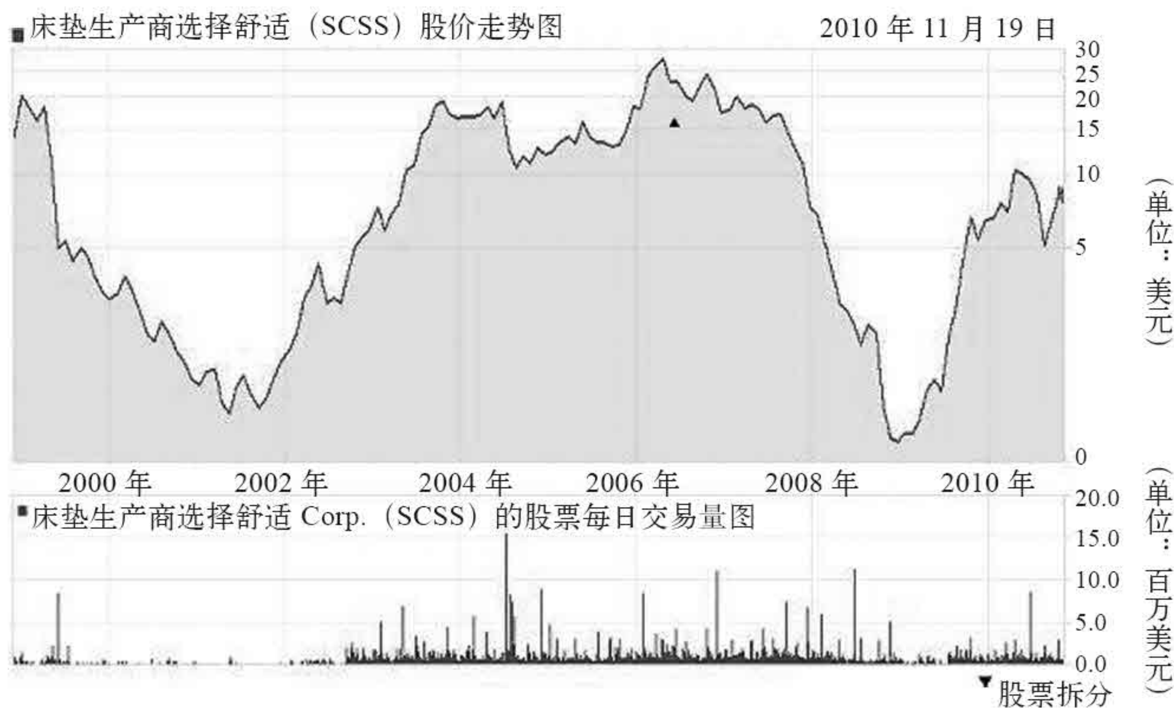


图26–2 床垫生产商选择舒适（SCSS）的股价走势和日成交量图

2005年，我已经开始对选择舒适床垫公司感兴趣，但是我还没有下决心购入这只股票，一是因为公司的股价较高，二是因为公司的负债水平比较高。最后，我决定以每股18美元的价格购入100股，同时我也把选择舒适床垫公司的名字记录在我的监控列表中。2006年年初，选择舒适床垫公司的股价涨到了每股25美元，之后的几年中，公司的股价一直保持在每股20~25美元。2008年，经济危机来袭，选择舒适床垫公司的营业额迅速下降，公司的利润也随之下跌。

在这个过程中，我一直密切地关注选择舒适床垫公司的情况。我发现这家公司的债务负担不断增加，营业额又持续下降。很快，选择舒适床垫公司已经无力履行银行的信贷契约，不得不开始接洽私募股权投资者和现有的机构投资者，试图获得额外的资金。同时我也发现，选择舒适床垫公司开始执行一系列的减支计划，包括关闭公司一些赢利状况不佳的门店、解除与经销商的合约、集中精力发展公司的直营店等。

为了节约开支，选择舒适床垫公司的管理层主动要求自降薪酬，缩减市场营销方面的支出。通过收听选择舒适床垫公司的电话新闻发布会，并阅读公司的年报和季报，我认为公司为对抗经济危机的不良影响而做出的努力是非常积极有效的。当然，由于公司的财务状况不容乐观，公司的股价一跌再跌，一度跌至每股0.20美元。后来，选择舒适床垫公司宣布和斯特林合伙私募基金公司达成注资协议，后者将于2010年7月向选择舒适床垫公司注资3 500万美元。但是，这一项协议并未获得股东大会的批准。这个消息坚定了我的信心，让我相信选择舒适床垫公司不会走向破产，而是会挺过这次危机。2008年11月，我成立了自己的对冲基金，并开始分批购入选择舒适床垫公司的股票。2008年第四季度至2009年第一季度这段时间，我累计将手头20%的资金投入选择舒适床垫公司的股票，平均买入价为每股0.45美元。

果然，选择舒适床垫公司的减支计划开始奏效，公司也逐渐走上了复苏的道路。实践证明，关闭公司赢利状况不佳的门店、解除与经销商的合约、集中精力发展公司直营店等措施都切实有效地帮助选择舒适床垫公司缩减了开支。2010年的第二季度至第三季度，选择舒适床垫公司的营业额开始上升，公司终于扭亏为盈。随着经营状况的好转，选择舒适床垫公司开始用公司产生的营业现金流来清偿拖欠银行的债务，履行各项信贷契约。因为公司已不再迫切地需要外界的注资，股东大会最终否决了斯特林合伙私募基金公司的注资计划。在这一过程中，选择舒适床垫公司的股价一路反弹。最终，我以每股约9美元的价格抛出了选择舒适床垫公司的股票，在16个月的时间成功获利20倍。在我卖出这只股票以后，我仍然继续关注选择舒适床垫公司的情况。公司的营业现金流继续提高，所欠债务逐渐还清，各项基本面信息均有显著提高。后来，人们开始担心欧债危机和股市二次触底的可能性，选择舒适床垫公司的股价又一次下降到了每股4.75美元。这时候，我决定再次买入选择舒适床垫公司的股票，但是我的判断出现了一些偏差，我认为只要再等一等，就可以以更低的价格入手。但实际情况是，股价很快就开始反弹，我错过了最好的买入时机。最终，在2010年第三季度的时候，我以每股6.45美元的价格重新购入了选择舒适床垫公司的股票，投资总额大约占总资金的10%。到了2010年11月，选择舒适床垫公司的股价已经上升到了每股8.45美元，我决定继续持有该股，暂不卖出。这项投资给我的基金带来了丰厚的回报，我觉得这充分地体现了保持投资集中性的重要性。当合适的机会出现，你应该毫不手软地调整你的投资组合的构成，把充足的资金投入这个机会。如果不这样做，即使是很好的机会也不能帮你大幅地提高整个投资组合的回报率。

同时，这个例子还说明了耐心的重要性。只要你明确地判断出公司的基本面信息正在好转，你就应该拿出最大的耐心，长期持有该股票，这样才能获得最大的回报。在我以平均每股0.45美元的价格购入选择舒适床垫公司的股票以后，没过几个月，股价就翻了一番，涨到

每股0.90美元。如果我沉不住气，在那个时候抛售股票，虽然我可以快速地回笼资金，但我将失去之后赚得的1 900%的利润。

通过投资不同国家的股票来分散风险

不同的国家有着不同的经济情况和经济增长速度，通过投资外国股票，你可以进一步分散风险。目前，美国的经济增长速度比较缓慢，每年的国内生产总值（GDP）大约增长2%~3%。预计未来将继续保持这样的增速。欧洲的经济形势更不乐观，在欧洲的债务危机有所缓解之前，欧洲各国的经济增长速度预计会进一步下降。而中国、印度、巴西、拉美等新兴市场目前的经济增长速度较快，每年的GDP大约能增长7%甚至更多。

如果你手头的资本比较有限，你没有必要直接投资于外币或外国的股票市场。通过美国存托凭证，你就能从美国的股票交易市场上直接买入外国公司的股票。这样既能够有效地分散风险，也能够规避货币汇率波动的风险。

一般来说，你可以把投资总额的30%~40%用于投资中国、印度、巴西、拉美等新兴市场。如何在新兴市场之间具体地分配这部分资金，主要取决于你能发掘出这些市场内有哪些投资机会。

买卖美国存托凭证和买卖美国国内的股票一样，都需要经过详细的研究。购买之前，你应该先研究清楚这些公司的管理层背景。你可以用谷歌搜索这些公司的高级管理人员，把能找到的信息都浏览一遍。如果公司的某些管理人员曾涉嫌诈骗或其他不道德行为，甚至曾因此被起诉过，你就应该尽量避免投资于这类公司。

很多小型的中国公司曾爆出过财务欺诈的丑闻，很多美国的投资者因此损失了大量的资本。印度的萨蒂扬软件公司也曾出现过会计欺诈的情况，公司的会计师虚构了1亿美元的账面资金。如今，萨蒂扬软

件公司已经被另一家公司马恒达接管，后者正在试图重塑萨蒂扬公司的声誉。由于新兴市场的公司和股票透明度相对较低，投资之前更要作好充分的研究，以防被骗。只要对公司的诚信度有疑虑，就应该立刻放弃这家公司，重新寻找可靠的投资对象。

对于新兴市场的公司，我建议投资者详细阅读这些公司的年报和季报，以下的这些信号应该充分引起你的警觉：

- 年报和季报的脚注：如果年报或季报的脚注写得生涩含糊，这很可能是公司试图隐瞒某些情况。如果你看不懂一家公司财报的脚注，请立即放弃这家公司。

- 关联交易：如果公司有大量关联交易，如与高管和高管家属的公司存在大量的业务往来，这样的公司往往也是不可靠的。

- 管理层背景：请认真研究公司管理层的背景，看看公司的高级管理人员曾在何处任职，这些公司是否诚实可信。如果高管的前雇主曾爆出过会计欺诈等丑闻，请立即放弃这家公司。

- “传闻”调查法：你可以试图联系公司的供应商、代理商、顾客，甚至竞争者，询问他们对公司的意见。一旦听到不好的传闻，这家公司的声誉就应该被质疑。

第二十七章
何时应该卖出你手上的股票？

在前面的章节中，我们已经详细地讨论过买入股票的技巧和注意事项。除了买入之外，何时卖出、如何卖出也是投资的重要部分。为了获得最大的收益，你需要制定一些规则，以便规范你的抛售行为。巴菲特曾经说过："我认为，最优的持股时间是：永远。"当然，这只是一种投资态度，并不意味着巴菲特真的从来不卖出任何股票。巴菲特这么说，是为了表示他对可口可乐公司以及美国运通公司的信心，这两只股票被列入巴菲特的永久持股清单。

如果出现以下的这些情况，你就应该考虑抛售手头的股票：

• 买入一只股票以后，你应该持续持有，直到股价达到或超出公司的内在价值。如果股价的涨势强劲，你可以在股价超过内在价值后，再继续持有一段时间。比如说，经过计算，你发现某家公司股票的内在价值是每股20美元，而这家公司的股价只有10美元。于是，你决定买入这只股票，买入价是每股10美元。几年以后，这只股票的价格果然涨到了每股20美元。这时候你应该怎么办呢？一种情况是，增长型的公司会持续高速地增长一段时间。你可以收集公司当前的股东收益数据，再次计算公司目前的内在价值。如果公司的基本面信息并没有任何改善，那么公司的内在价值仍然是每股20美元。在这样的情况下，你可以考虑以每股20美元或者稍高的价格抛出这只股票，因为股票已经没有任何的升值空间了。另一种情况是，这家公司一直处于高速的增长状态，营业额和净利润都在以每年约20%的速度增长。在这样的情况下，如果你再次计算公司的内在价值，你会发现内在价值已经不

再是每股20美元了。假设经过计算，你认为公司目前的内在价值是每股30美元，那么，你就没有理由急于抛售这只股票。你应该继续持有这只股票，至少等到股价上升到每股30美元的时候才考虑抛售。

• 一旦你决定抛售某只股票，你首先应该确定你愿意卖出这只股票的最低价是多少。假设对于上述提到的那只股票，你愿意以每股20美元的最低价出售。那么你应该按照这样的步骤抛售股票：当股价上涨到每股20美元，你可以先卖出股份的5%~10%，然后观察股价的进一步走势。假如出售了5%~10%的股票以后，股价下跌到了每股19.9美元或更低，你就应该暂停抛售，持观望态度。一段时间以后，股价会再次达到每股20美元，假设几周后股价上升到了每股22美元，那么你可以再次抛售5%~10%的股票。按照这个方法抛售，可以达到最高的平均卖出价。

• 如果你发现了一只被市场低估的优质股票，但是手头又没有多余的资金，在这种情况下，你可以考虑抛售手头持有的股票，以筹集购买新股票的资金。

比如说，我们有A和B两家公司的股票，具体情况如下。

A公司

A公司股票的买入价是每股10美元，买入时间是2009年1月1日，共计买入100股，总投资是1 000美元。

经过计算，你判断A公司的内在价值是每股20美元。

现在是2010年7月1日，你已经连续持有A公司的股票长达18个月了。

A公司当前的股价是每股18美元，也就是说，目前你的这笔投资的市价为1 800美元。根据上述计算，目前A公司的股票还有20%的升值空

间（从每股18美元升值到每股20美元）。假设A公司的股票还需要6个月的时间才能涨到每股20美元，那么如果你继续持有A公司的股票，你未来6个月中可以再赚200美元。

现在假设你还有另外一个投资机会，就是B公司的股票。目前，B公司股票的股价大约是其内在价值的1/2。

如果你现在卖出A公司的股票，你可以立刻获得1 800美元的资金。

B公司

目前，B公司股票的市价是每股10美元，现在是2010年7月1日，通过卖出A公司的股票，你获得了1 800美元的资金，所以你可以买入180股B公司的股票。

经过计算，你判断B公司的股票会在2010年12月31日之前升值20%，也就是说，届时B公司的股价将达到每股12美元。

如果这一判断是正确的，到了2010年12月31日，你的这笔投资的市值将会是2 160美元，在未来半年内，你的利润是2 160美元－1 800美元= 360美元。

在这个例子中，通过卖出A公司的股票，用回笼的资金买入B公司的股票，你可以额外获利共计160美元。相比继续持有A公司的股票，卖出A公司的股票可以让你多获利8.88%。

这个例子展示了资金的机会成本的重要性。一般来说，如果你发现一只被市场低估的优质股票，你应该抛售手上升值空间较小的股票，并用回笼的资金购买那只被低估的股票。你可以不断地重复这个过程，不断地卖出升值空间较小的股票，买入被市场大大低估的股票。这样你的投资组合就会持续升值，从而为你提供丰厚的回报。

• 有些时候，你买入股票之前所作的研究可能有一些瑕疵，例如，某个假设是错误的，或者某些外部因素突然改变了行业的现状，之前成立的条件现在不再成立。这时候，你也应该考虑是否卖出手上的股票。比如，“9·11”恐怖袭击事件发生以后，航空业遭受了致命的打击，所有航空公司的营业额都突然大幅下降。在这种情况下，你应该考虑出清手上的航空业股票，及时止损，而把回笼的资金用于投资其他更有潜力的股票，以便弥补之前的损失。

• 由于大部分投资者都很容易被恐惧或贪婪的情绪所控制，所以很多因素都能导致股市的暴跌。比如，一旦有关于宏观经济情况的负面消息传出，即使公司的基本面信息完全没有变化，股价也可能会突然下降。在这种情形中，你一定要保持冷静的头脑，不要惊慌，不要盲目跟风抛售。因为股市的这种下跌往往是非理性的，是暂时的，股价很快就会回升，甚至上升到暴跌前的水平，盲目抛售只会让你平白蒙受不必要的损失，等股价反弹以后再回购显然是很吃亏的。面对这种非理性的市场波动，如果你下功夫进行研究，计算过公司的内在价值，判断当前的股价低于股票的内在价值，那么你不但不应该抛售股票，反而应该趁低增持股票。这可以进一步降低你的平均买入价，使这些股票日后有更大的升值空间。

2010年7月，布法罗餐饮公司的股价大约是每股38美元。一个月之后，股价上升到了每股42美元，也就是说，一个月内股价上升了10.5%。然后，关于宏观经济状况的负面消息传出，整个股市全面下挫，投资者争相抛售各类股票。显然，我手中的股票也在赔钱，为了止损，我以每股39.51美元的价格卖出了布法罗餐饮公司的股票，投资回报率仅为3.91%。我当时的想法是，股价估计还会继续下跌，我可以等价格更低的时候重新买入布法罗餐饮公司的股票。当然，这个想法也并非毫无道理，但是市场的走向是很难预测的。在我出清了布法罗餐饮公司的股票以后，公司的股价开始缓慢回升，很快就涨回到每股

40.53美元。又过了一段时间，公司的股价已将涨到每股47.41美元了。我本想从市场的短期波动中获利，最终却事与愿违，白白地损失掉20.85%的潜在利润。这个教训说明如果你知道一家公司的真正价值（内在价值），最佳的投资策略就是长期持有该股，不要盲目交易。永远不要因为股市的短期波动而抛售，也不要听到关于宏观经济状况的负面信息就惊慌失措，只要公司的基本面信息不变，这些暂时的因素统统与你无关，你只要拿出足够的耐心和定力，长期持有手中的股票就可以了。

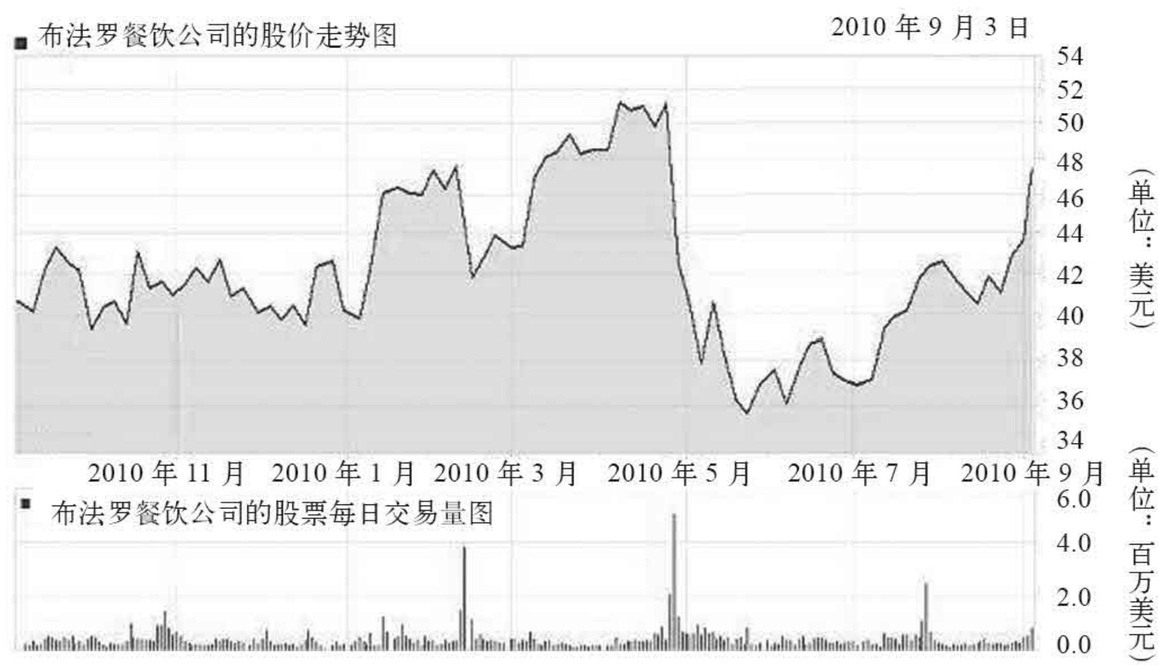


图27-1 布法罗餐饮公司的股价走势和日成交量图

第二十八章 喜怒无常的“市场先生”和非理性的投资者

为了获得最大化的投资回报，了解其他投资者的投资心理和整个市场的投资心理是非常有必要的。为了形象地描述股票市场的行为，本杰明·格雷厄姆把股票市场比喻为一位“市场先生”。“市场先生”是一位非常情绪化、有点神经质的生意伙伴。每天，这位“市场先生”会突然闯进你的办公室，表示他愿意以某个价格买入你手上的股票，或者表示他愿意以某个价格把他手上的公司股票卖给你。有时候，这位“市场先生”的心情很好，对什么事情都很乐观，此时，他会给出一个极高的价格，让你买他手中的股票。而有的时候，“市场先生”又无缘无故地感到十分悲观，愿意以极低的价格把自己的股票买给你。显然，你不能对这位神经质的生意伙伴太过认真，你要么完全不理他，要么试图从他的非理性行为中获利，总之你绝对不能受他影响，被他牵着鼻子走，不然你就会在短时间内损失掉你的资本。

巴菲特非常赞同“市场先生”这个形象的比喻。事实上，正是因为对这位“市场先生”的性格有着深入的了解，巴菲特才能取得今天的成功。但是，非常遗憾的是，98%的投资者都不了解这个简单的道理，都被“市场先生”牵着鼻子走。这些投资者总是受股价短期波动的影响。要知道，股市的波动常常是两个最简单的因素造成的：一个因素是恐惧，另一个因素是贪婪。有的时候，市场被恐惧气氛所笼罩，悲观等负面情绪满天飞，大家觉得世界末日马上就要降临，于是所有股票的价格都随之下跌。另外一些时候，贪婪又会控制投资者的心，使得股价大幅上涨，严重地超出股票的内在价值。这时，资产泡

沫就会产生，并且越变越大，最终无一例外会走向破灭。正是受到这两种情绪的控制，绝大部分的投资者一窝蜂地买入，又一窝蜂地卖出，一窝蜂地把赚到的钱又通通赔光。因为恐惧和贪婪的力量是如此巨大，我们有必要花一些时间，通过一些例子来深入地研究一下这两种情绪。如果说恐惧和贪婪是人类的天性，那么我们应该诉诸理性，控制自己的非理性情绪，甚至从别人的非理性情绪中获利。

恐惧

当市场被恐惧情绪所笼罩时，所有股票的价格都会随之下跌，所有股票的价格都偏低，这时候，很多公司的价值都被市场所低估，这正是买入股票的最佳时机。很多伟大的投资者正是看准这样的时机买入股票，才在日后获得了丰厚的回报。当市场被恐惧情绪所笼罩时，首先你要做的是保持冷静，不要惊慌。你应该有逻辑地分析一下当前的形势，然后做出理智的决策。记住：切莫被非理性情绪冲昏头脑。投资者的恐惧情绪造成股市暴跌的情况数不胜数，下面，让我们来回顾一些近期的例子，理智地分析一下到底应该如何应对这些情况。

首先，我来谈谈2008年的金融危机。房地产市场的泡沫破灭导致了次级贷款市场的崩塌。然后，雷曼兄弟公司申请破产保护，各大银行和金融机构也遭受了毁灭性的打击。美联储不得不出手相救，向各大银行注入资本。图28－1是标准普尔500指数的走势，这张图真实地反映了股票市场在金融危机期间的表现。

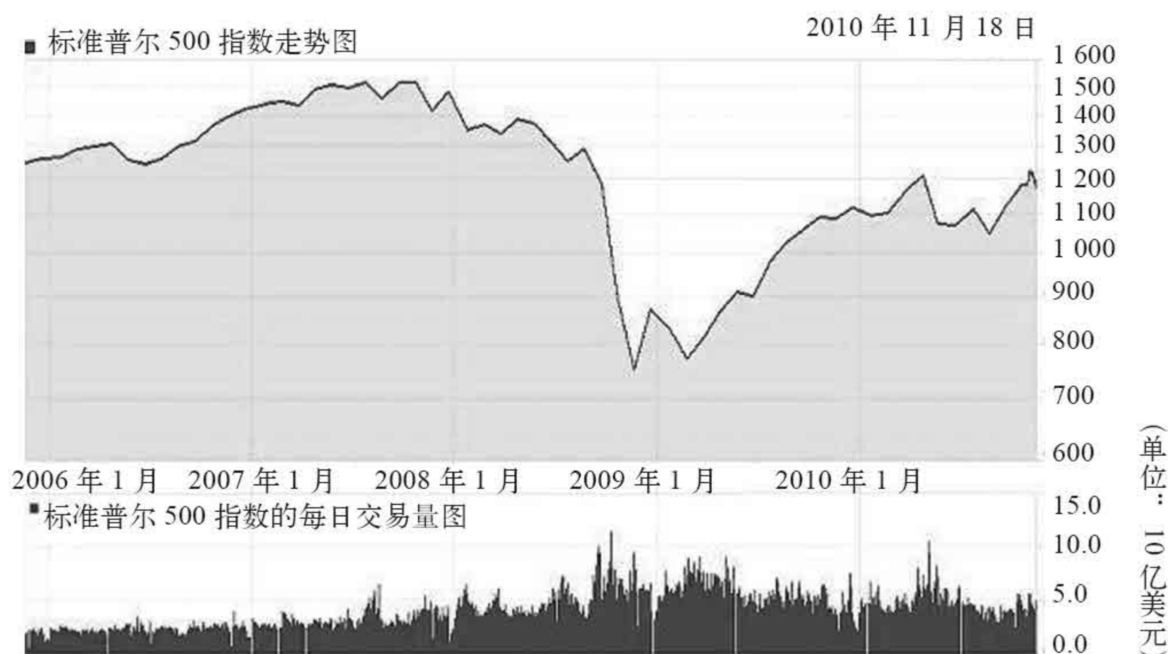


图28–1 标准普尔500指数的走势和日成交量图

2008年9月，标准普尔500指数曾高达1 303点。受金融危机的拖累，到了2009年3月，标准普尔500指数已经跌至666点，跌幅高达48.8%。暴跌的背后，其实并不是理性的投资决策，而是广大投资者非理性的恐惧心理。在这场金融风暴中，很多投资者都觉得世界末日近在眼前。在那段时间，每天你一打开电视机，就能看到消费者新闻与商业频道的投资大师们正在喋喋不休地预测着股市的末日；一翻开报纸，就能看到头版头条都是对股市崩盘的预言。显然，很多投资者都受到新闻媒体的影响，被这种悲观和恐惧的情绪所感染。因为害怕赔掉更多的钱，他们忍痛止损，以极低的价格出清了持有的各种股票。如果这些投资者能够诉诸理智，而不是让恐惧吞噬了心灵，他们就会选择继续持有手上的股票，甚至趁着低价进一步地增持某些股票。

这些盲目跟风抛售股票的投资者中，很多人持有的股票都是金融危机来临之前购入的。当初购入股票的时候，也许他们也做过研究，觉得股价低于公司的内在价值才选择买入。其实只要理智地想一想你就应该明白，只要这些公司挺过了金融危机，由于下行风险变小，公

司的股价必然会上升。理智的投资者不仅不应该盲目抛售，反而应该抓住这个机会，低价买入或增持手上的股票，为未来创造更大的升值空间。我正是在2008年金融危机期间低价买入了iGATE公司和选择舒适公司的股票，进而从中大量获利。这两个例子在前文中已经有过详细说明，此处就不再赘述了。实际上，股市的反弹是相当迅速的，我只用了12~24个月的时间，就使投资收益上涨了数倍。

现在，我再用一个虚拟的例子来解释一下上述市场行为。假设2008年1月的时候，一个投资者以每股7.50美元的价格买入了X公司的股票。通过研究，这位投资者判断X公司股票的内在价值大约是每股10美元，也就是说股票的市场价格比内在价值低了25%左右。金融危机发生后，新一轮的经济萧条即将来临，X公司的营业额预计将因为宏观经济状况的影响而下降，利润也会随之下降。

在这样的情况下，投资者需要考虑如下的问题：

- 如果此轮经济危机的持续期是2年甚至更久，那么这家公司能够生存下来吗？公司资产负债表上的现金和现金等价物有多少，是否可以支撑公司挺过难关？

- 公司的债务额是多少？公司有没有足够的资金按期支付债务的利息，或者说能不能产生足够的现金流来保证债务利息的支付？

- 最近两年内有无债务到期需要偿还本金？如果有，那么公司是否有能力按时偿还本金？

- 一旦公司的营业额和利润额下降，公司的内在价值势必也会随之下降。那么，将这些情况列入考虑范畴后，公司的内在价值会下降到多少呢？为方便后面的讲解，我们假设把这些因素列入考虑范畴之后，公司的内在价值从之前的每股10美元下降至每股6美元。

现在，我们来讨论一下这位投资者应该如何行动。对于X公司的股票，他的买入价是每股7.5美元，而现在公司的内在价值只有每股6美元，买入价高于内在价值。因为金融危机和投资者的恐惧情绪，目前X公司的股价只有每股3美元。也就是说，即使考虑到内在价值的下降，目前的股价仍然比公司的内在价值低50%。如果此时的你和其他投资者一样，被恐惧情绪所控制，你就会跟风抛售——买入价为每股7.5美元，卖出价为每股3美元，你会亏损60%。

如果此时的你能够保持冷静，认真计算出新的内在价值，你就会发现，虽然每股6美元的内在价值低于你之前的买入价，但是仍然比目前的股价（每股3美元）高出一倍。作为一名理性的投资者，此时，你应该趁低价增持X公司的股票，因为这只股票正被市场严重低估。假设增持以后，你的平均买入价被拉低到了每股4.5美元，虽然此时的你仍然处于亏损状态，但别忘了，公司的真正价值（内在价值）是每股6美元。只要你耐心地持有这只股票，持有时间为1~2年，股价就可能会反弹到每股7.5美元，甚至达到每股10美元。假设股价反弹需要的时间为两年，在这两年的时间内你的回报率可能达到66.66%，甚至达到122.22%。

虽然这是一个虚构的例子，但是2008年金融危机期间的情况其实与这个例子完全相同。2010年11月，股市反弹回金融危机前的水平，反弹用时仅为26个月。在上述例子中，如果你在金融危机期间被恐惧情绪冲昏了头脑，选择低价抛售止损，你的资金就会亏损60%。相反的，如果你保持沉着和冷静，趁低价增持X公司的股票，你就能在2年的时间内获利66%，甚至达到122%。这个例子充分地强调了控制情绪和理性思考的重要性。

贪婪

除了恐惧，贪婪也是导致股市波动的一大原因。当大盘上涨的时候，很多投资者愿意高价购入股票，而根本不考虑股票的内在价值。当贪婪的情绪控制了股市，大家毫无理由地抢购，生怕自己不买就吃亏了。贪婪情绪控制股市的情况有很多，下面是几种典型的情景。

所谓概念公司，是指提出了一种“革命性概念”，并且正在积极研发新产品（或新的服务模式），试图把这种“革命性概念”投入市场的公司。这些公司往往宣称自己提出的“革命性概念”将会改变世界，一旦新产品或新服务投入市场，就能很快地产生大量的营业额和利润。这些公司的创始人往往以才华横溢的形象示人，而且颇有说服力和煽动性，反复宣传公司未来产品即将产生的骄人业绩。前期宣传做足以后，公司会聘请知名投行作为承销商，筹备首次公开募股，在这个过程中还会伴随着铺天盖地的媒体宣传，甚至炒作。在充分吸引了公众的眼球和热情以后，公司会以大热门的姿态高价上市。一旦公司成功上市，很多股民都会争相购买这种概念公司的股票，在上市后的第一个交易日内，股价甚至能轻松上涨1倍。2000年信息产业泡沫的时候，这样的例子比比皆是。

这些互联网公司把主要精力都放在了推销自己的“革命性概念”上，号称自己尚在研发中的产品将完全改变行业的经营模式和人们的生活方式。在这样的概念模式下，很多网络公司成功上市，公司的股价虚高，而且根本没有相应的营业额来支撑这样的高股价。正是一大批这类虚有概念而无实际产品与无实际营业额的企业导致了股市泡沫的产生。一般来说，首次公开募股以后，这些概念公司还会进行第二轮的新股发行，继续募集资金，而且二次发售的股价甚至比首次公开募股的股价更虚高。其实，冷静的投资者应该很容易发现这些公司的不可靠之处：没有实际营业额，没有实际利润，甚至没有实际产品，这些公司给股票提供的不过是一些没有保障的灿烂前景，称其为空头支票也不过分。对于这种空中楼阁型的公司，为什么会有那么多的投资者盲目跟风？这一切的背后都源于那只看不见的黑手：贪婪。投资者没有

经过自己的理性判断和思考，就轻信了公司的华丽宣传和包装，认为公司未来会产生大量的营业额和利润。这些不明真相的投资者一窝蜂地把钱砸进这些概念公司，公司的股价自然会被推得很高，这种虚高的股价其实只是一种泡沫。而投资者们却无法看清这个事实，股价越走高，他们的购买热情就越高涨；大家买得越多，股价当然就会进一步暴涨，形成恶性循环。可惜，这种非理性的狂热没有办法永远地持续下去，总有一天人们会认识到这家概念公司一直没有产生它们所宣传的美好业绩。这时候，现实会露出狰狞的面目，一夜之间，大家都惊醒过来，赶紧抛售手中的概念股。于是，股市崩盘，股民蒙受巨大的损失。

信息技术产业的泡沫破灭以后，数以千计的网络公司破产，只有那些踏踏实实做生意，真的有产品、有营业额的网络公司得以生存下来。当狂热的浪潮退去，泡沫破灭后的幸存者包括：亚马逊公司、美国在线旅游服务商priceline公司、雅虎公司、易趣公司、网飞公司等。这些公司的股价经历了一个什么样的变化过程呢，下面我们以亚马逊公司为例进行具体分析。

1997年5月，亚马逊公司（AMZN）的股价是每股1.5美元（根据股票分割的情况调整后的价格）。2000年1月，亚马逊公司的股价暴涨至每股91美元，上涨速度飞快。在这短短31个月的时间里，亚马逊公司的股票回报率高达6 000%，也就是股价上涨了60倍。那么，在上市后不到3年的时间里，亚马逊公司的营业额也增长了60倍吗？显然没有。那么，公司的业绩能够支持公司的高股价吗？显然不能。但是，亚马逊公司不是纯粹的概念公司，公司的营业额和业绩还是实实在在存在的。

为什么亚马逊公司的股价能疯狂上涨？答案还是那只看不见的黑手：贪婪。当然，天下没有不散的筵席，非理性的狂欢总要向现实低头。2000年，信息产业的泡沫终于破灭。2001年10月，亚马逊公司的

股价跌回每股5.5美元。想象一下，有多少投资者受贪婪的驱动，在每股90美元的高点买入亚马逊公司的股票，他们的损失又是何其惨重：在21个月的时间内，这些投资者的资本缩水了93%。我们应该从中吸取这样一个教训：永远不要因为贪婪而盲目跟风买入一只股票，购买任何股票前，都要作好充分的调查和研究，只有股票的定价合理时，才能考虑投资。

比如说，2001年亚马逊公司的股价曾经达到过52周以来的最低点。那个时候，亚马逊公司的营业额高达31亿美元，但公司却亏损5.51亿美元。作为一名理性的投资者，我们不应该在此时买入亚马逊公司的股票，因为公司没有利润，前景也不明朗。但是，亚马逊公司的营业额巨大，有扭亏为盈的潜力，所以我们应该把这样的公司列入我们的监控列表，继续观望公司的发展情况。到了2003年，亚马逊公司的营业额是52亿美元，净利润达到3 500万美元，这就是一个值得买入的时机。2003年，亚马逊公司的股价在每股18.55~61美元的范围内波动。为了简单起见，我们不妨假设2003年亚马逊股票的平均买入价是每股30美元。如果在2003年买入亚马逊公司的股票，我们的投资回报率会如何呢？到2010年11月，亚马逊公司的股价是每股177美元，7年间共增值590%，年化复合回报率是28.86%。

亚马逊的股价变化如图28－2所示。

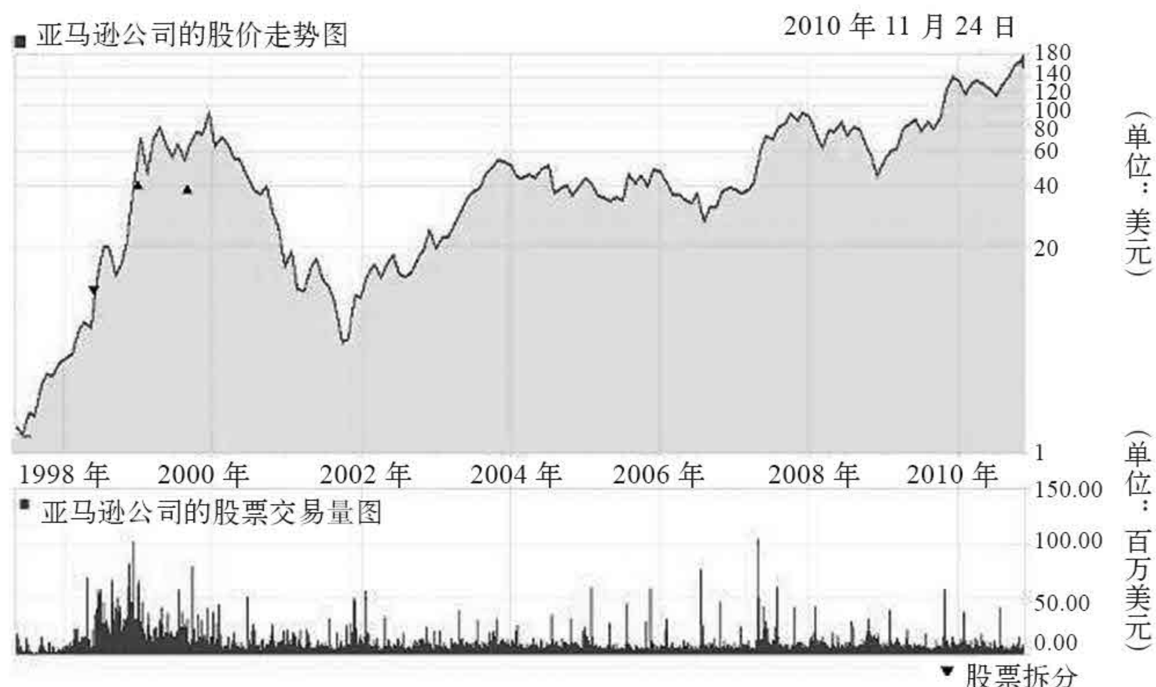


图28–2 亚马逊公司的股价走势和日成交量图

巴菲特曾经说过："世界上最愚蠢的投资行为，莫过于因为一只股票价格上涨就跟风买入。"恐惧和贪婪这两种情绪会影响你的理智判断，在作投资决定的时候，切记不要受这两种情绪的影响。不管你决定买入一只股票还是卖出一只股票，这背后都应该有逻辑和理智的分析，都应该有充分的调查和研究。

无感情投资

正如前文所说的，投资者最大的敌人其实永远是自己，是他们不理智的情绪。当投资者买入一只股票，而这只股票的价格在接下来的几周甚至几个月的时间持续上涨，这种感觉真是好极了。为了体会这种心理上的满足感，很多投资者会在这个时间抛出股票，把利润变现，好好地庆祝一下。这些投资者通常会这么想：这笔投资也算赚到钱了，把利润换成现金装进口袋里总没有什么坏处吧。然后，当他们出清了这只股票以后，股价却继续攀升，这时候这些投资者又后悔得

跳起脚来：如果我当时没有那么快地卖出股票，就可以赚到更多的钱了。

相反的，如果投资者买入一只股票，结果股价一直下跌，这种感觉会很糟糕。很多投资者会沉不住气，抛出股票止损。但是，其实在多数时间，股价在几个月后就开始反弹，不仅超过投资者当时的买入价，还将继续走高。这时候，这些投资者又后悔不已：如果我当时没有那么快地卖出股票，不但不会赔钱，反而还会赚钱。

这就是典型的非理性投资者，他们完全被自己的情绪所控制，不管是买入股票还是卖出股票，都没有任何理性的判断和分析作为决策的依据。

如何才能跳出这个怪圈：一句话就是，你应该进入“无感情”的投资状态。不要因为股价的暂时变化而买入或卖出股票，不管作何种投资决策，一定要以基础面分析和逻辑的判断作为决策的依据。就像武林中的绝世高手都达到了无喜无悲的状态一样，只要你能够放弃感情的羁绊，完全理性地投资，你也能成为股市中的绝世高手。

巴菲特就是这样一位“无感情投资”的绝世高手，他从不让情绪的因素影响自己的投资决策。甚至在个人生活中，巴菲特也借鉴了这种态度，在作很多私人决定的时候，巴菲特也试图排除情绪或感情的感染，让理智决定自己的行动。

在《一个美国资本家的成长》一书中，巴菲特曾经讲过这样一个故事：有一次，巴菲特的女儿偷偷开了他的车出去，结果出了车祸。女儿跑回家，站在巴菲特的面前大哭。巴菲特问女儿：“有人受伤吗？”女儿说：“没有。”然后，就站在那里等待父亲的训斥和责问，但是巴菲特什么也没有说，继续读手上的书。巴菲特的女儿站在那里等了一会儿以后，发现父亲全无反应，就默默地走出了房间。几个小时以后，巴菲特对女儿说：“道路情况复杂，下次一定要小心。

但是，既然事故已经发生了，就不要再去想它。”在这样的情形下，一般的父母都会出现过度反应：他们会训斥女儿，检查汽车，或者使情况更糟，这些行为几乎可以说是人之常情。巴菲特完全没有那么做。听到事故的消息以后，巴菲特立刻抓住了最关键的问题：是否有人受伤？得到否定的答案以后，他便不再追究，因为他认为关键的问题已经搞清楚，关键的矛盾已经解决，大惊小怪也于事无补，除了提醒下次要小心，其他都无关紧要。巴菲特身上这种超乎常人的理智，恰恰是他投资成功的关键因素之一。

我们在投资中也应该有这样的理智和自控力。不管是什么年代，总是会有各种坏消息从世界的各个角落不断地涌出。股市也会不断地受到这些坏消息的影响而波动。但理智地思考一下，很多坏消息和我们手上股票的内在价值全无关系，对这种坏消息及其引起的股市波动，我们只要置之不理就可以了。如果你和盲目的投资者一样，一有风吹草动就感情用事、跟风抛出，请问你如何能够不赔钱呢？在作投资决策的时候，排除情绪因素的干扰是非常重要的。

另外，关于某只股票或某个行业，总会有各种好消息传出。并不是一有好消息就应该跟风买入那些股票，因为那时的股价往往是虚高的，在那个时间买入是很不划算的。即使你作过研究，判断这只股票真的很值得投资，你也应该耐心地等待几天，等股价回落的时候再出售。

决定是否买入或卖出一只股票，最根本的判断标准是公司基本面信息的变化，而不是公司股价的短期波动。看准一只有升值潜力的股票并买入，之后的你应该具备充分的耐心，给股票充足的时间升值。在基本面信息没有恶化的前提下，我建议至少持有一只股票若干年，不要频繁买卖，也不要因为股价的短期波动而盲目行动。

比如说，在巴菲特开始买入华盛顿邮报公司的股票时，华盛顿邮报公司的市值大约为8 000万美元。当时，分析师认为华盛顿邮报公司

的实际价值应该约为4亿美元，但是华盛顿邮报公司的股价却一路走低，一跌再跌。在买入华盛顿邮报公司的股票以后，巴菲特在短期内一直赔钱，曾一度亏损掉最初投资额的23%。但巴菲特没有惊慌，也没有怀疑，而是不断地继续购入华盛顿邮报的股票。到了1960年，巴菲特在华盛顿邮报公司的投资金额累计达到了1 000万美元。到了2008年，这笔1 000万美元的投资已经价值3.57亿美元，比买入价上涨35倍。而且，因为一直没有卖出这只股票，巴菲特不用向美国国家税务局缴纳任何资本增值税。回忆一下第一部分的内容，长期持有一只股票的优势之一，就是可以大大地降低纳税额。

在巴菲特的投资生涯中，伯克希尔·哈撒韦公司的股票曾经三度跌幅达50%。面对这种情况，巴菲特是怎么做的呢？他有没有因为恐惧而抛售过伯克希尔·哈撒韦公司的股票？答案是：从来没有。巴菲特对自己的公司充满信心，即使身处困境和低谷，他也始终坚信公司日后必能扭转颓势。所以，面对市场的波动，巴菲特往往是以不变应万变，选择继续持有手上的股票。

在2008年经济危机中，伯克希尔·哈撒韦公司的股价变化如图28－3所示。

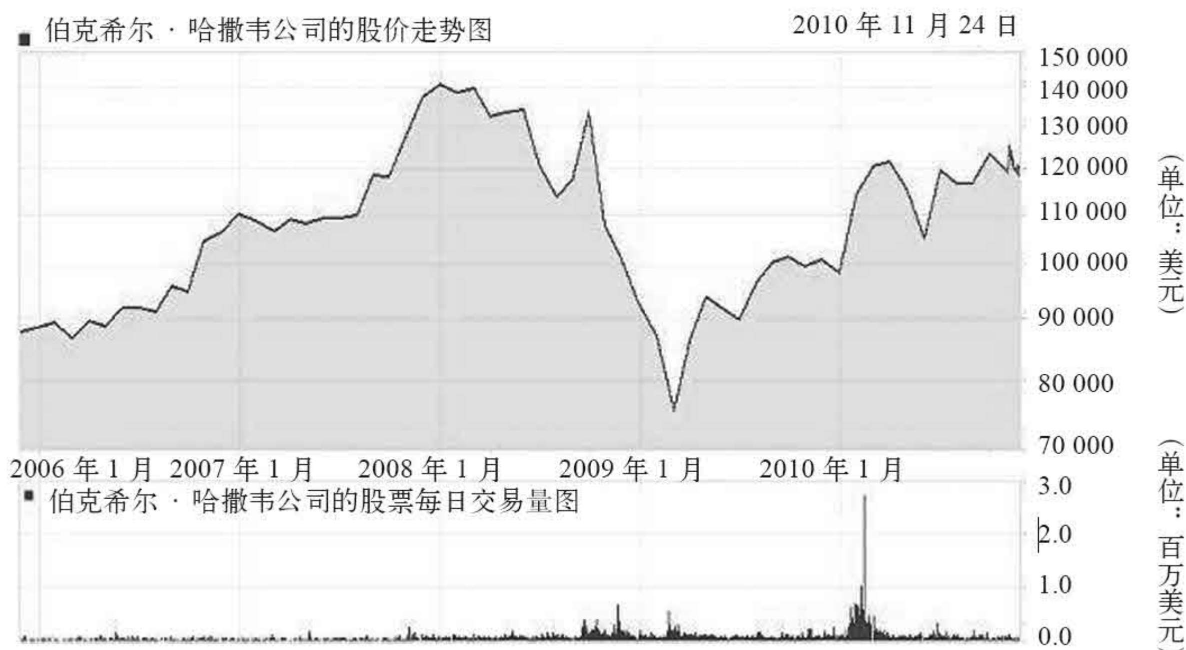


图28–3 伯克希尔· 哈撒韦公司的股价走势和日成交量图

2008年9月，伯克希尔・哈撒韦公司A股的价格为每股147 000美元。受金融危机的影响，股市暴跌，投资者疯狂抛售，到2009年月，伯克希尔・哈撒韦公司的股价一度跌至每股70 050美元，跌幅达到52.34%。在每个人都忙着出清手上股票的时候，巴菲特是否也跟风抛售呢？答案是没有。在经济危机期间，伯克希尔・哈撒韦公司的利润确实有所下降，但是巴菲特认为，一旦宏观经济状况好转，公司的业绩也会很快恢复。确实如巴菲特所判断的，伯克希尔・哈撒韦公司从低谷开始反弹，到了2010年11月，公司的股价已经回到了每股120 500美元的水平。伯克希尔・哈撒韦公司的业绩已经开始回升，未来的前景比较乐观，利润也将持续增长。巴菲特没有在错误的时间点跟风低价抛售手头的股票，事实证明他的决定是完全正确的。

投资不仅需要智慧和理智，还需要意志力和心理素质。当你手上的股票跌至低于买入价的50%，要保持良好的心态确实很不容易。我们应该不断地提醒自己，这种波动是由于股市的暂时低迷，与公司的基本面信息完全无关。你可以去查看任何一只股票52周以来的最低价和

最高价，你会发现50%以上的差价是十分常见的。但是，一般来说，公司的营业额或利润会在一年之中发生超过50%的变化吗？我想这种情况即使有，也是非常少见的。从这个简单的现象中，我们不难发现，其实股价的差异在很大程度上都是市场的短期波动造成的。既然如此，我们又有什么必要因为股价的暂时下跌而盲目抛售呢？市场的波动其实是一种机会，当市场给了你低价购入优质股票的机会时，千万不要犹豫，好好地抓住这样的机会吧。

媒体

现在，我们正处于一个信息爆炸的时代。每时每刻，几乎每个人都被各种媒体狂轰滥炸，头脑中被塞入了各种各样的信息。每一天，各类专家的意见出现在报纸、电视、杂志、财经网站，还有收音机广播里，各执一词，对几个月甚至几年以后的股市情况做出各种各样的预测和展望。虽然大家都知道，世上没有水晶球，没有人能够准确地预测未来，但大家仍然愿意浪费大量的时间来预测未来股市的走向。在此，我提醒大家一定要警惕媒体的狂轰滥炸，永远不要只依据“专家”的建议而盲目地买卖股票。巴菲特曾经说过：“一般来说，预测只能反映出预测者的主观看法和主观意愿，而没有办法准确地反映未来的情况。”

很多人会以专家的身份出现在电视节目里，与大家分享他对股市走向的预测。但是，这种预测总是非常主观，与其说这是对未来的预测，倒不如说这是这位专家希望在未来可以发生的情况。比如，一位对冲基金经理或者大型共同基金经理手头的投资组合是100%的多头仓位，而没有任何空头仓位，那么他上电视参加财经类节目的时候，一定会预测股市上涨。因为只有股市上涨，他才能从中获利。相反的，如果某位“专家”自己的投资组合里有70%是空头仓位，他一定会在所有媒体上唱衰股市，不遗余力地强调各种负面因素。因为如果股市不下跌，他就要赔钱了。因此，专家的意见是很不客观的，专家的预测

往往都带有各种各样的主观目的。实际上，再资深的财经人士也难以准确地预测股市的未来走势，因为未来总会有很多不可控的因素，这个世界充满了不确定性，没有人能够说得准。比如说，“9·11”恐怖袭击事件曾经在几天的时间内完全地改变了美国股市的风向和整个投资环境，可是谁也不可能事先预测到“9·11”恐怖袭击事件的发生。总之，不要过度依赖各路专家或评论员的意见，投资的决策主要还是基于你自己的研究和判断。

完美的投资环境

有些投资者在作投资决策的时候过于谨慎，他们总是想在一个完美的投资环境中进行投资。任何的负面信息，甚至潜在的负面信息都让这些投资者深感不安，他们希望所有负面因素都消失之后才开始投资这只股票。问题是，这种情况可能出现吗？就算旧的负面信息不断消失，新的负面信息也会继续产生，那么这些投资者会怎么办呢？他们会继续等待。显然，这种投资态度过于小心，要知道，没有任何一只股票是完美的，没有任何一家公司不存在任何负面信息。不管在什么时候，负面信息总是会存在，而且还会不断地产生新的负面信息。如果任何一点儿小的负面信息都会让你担心会无法出售，那么我想你永远也没有办法投资任何股票。

2010年，美国的宏观经济状况开始复苏。但是不久之后，欧元区就发生了欧债危机。希腊的问题最为严重，最后不得不依赖于别国的救助。欧元区的债务危机使美国的投资者开始担心经济“二次触底”的问题。直到美联储宣布推行第二轮量化宽松政策（QE2），投资者的恐惧情绪才有所缓解。但是好景不长，第二轮量化宽松政策出台没多久，欧元区的爱尔兰又陷入了财政危机。然后到2010年11月，葡萄牙和西班牙的财政危机又一次造成了美国投资者的恐慌。我想问问你，你应该因为这些负面信息而不进行股票投资吗？当然不应该。你应该

关注你手头持有股票的基本面信息，而不要被这些无关的因素所干扰。如果你手头的某家公司与欧元区有业务往来，尤其是与希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙有业务往来，那么面对欧债危机的消息，你应该认真地研究一下：我投资的公司有多少营业额和利润来自这些国家？这些国家政府的债务危机会给这些业务带来多大的影响？根据这些信息，你应该对公司未来几个季度甚至未来几年的营业额和利润情况做出新的估计，然后计算出新的内在价值。然后，你可以把公司目前的股价和新的内在价值作一个比较，如果股价比新的内在价值低25%或以上，那么你应该在资金允许的范围内增持这只股票。如果股价已经高于新的内在价值，那么你就应该考虑卖出这只股票。但是，不要在坏消息刚出来的时候就急于出售，稍微等几天，坏消息带来的下跌就会开始反弹，股市的记忆是非常短暂的，人们往往会迅速忘记之前的坏消息，开始重新买入这只股票，这个时间购入，就是比较合适的。说了这么多，关键点总结成一句话：一定要依靠逻辑判断和基本面研究来制定投资决策，切勿因为恐惧而盲目跟风抛售。情绪化的投资决策是最容易赔钱的。任何的抛售决策都应该基于基本面信息的研究，基于逻辑和理性的判断，这是成功投资的不二法门。

世界上没有完美的投资环境，任何股票都会有负面消息，都会传出坏消息。千万不要一听到坏消息就跟风抛售，这种不理智的策略一定会赔钱。

市场的短期波动

很多投资者和交易员都想从市场的短期波动中获利，他们总是觉得自己有某种魔力，能在低点买入，高点卖出，快速地获取短线的利润。因为这种非理性的想法，这些投资者往往会非常频繁地买卖股票。他们花大量的时间和精力试图预测市场的短期走向，然后试图根据这些预测低买高卖、短线获利。我认为，这是一种很糟糕的投资策略。任何股票的短期波动都是由千千万万名投资者的供给和需求情况

决定的。每天，都会有各种各样的新闻和新信息，这些信息都可能改变股票的供需情况，从而导致股价的短期波动。在恐惧和贪婪情绪的控制下，股市的很多波动都是非理性的、不可预知的。

这些短线投资者和交易员总是觉得自己可以通过频繁的低买高卖，来获得短线利润。我不明白他们的自信到底来自何处。高价卖出，再低价买入，再高价卖出，好像就可以源源不断地赚钱。问题是，你又如何能够确保自己对市场短期走向的预测是正确的？比如，一位短线投资者以每股10美元的价格买入某只股票，然后在几周之后股价上升到了每股13美元。他自然会觉得，几周内赚得30%的利润是相当不错的。然后，第二天，这只股票的价格下跌到了每股12.75美元，这位沾沾自喜的投资者开始有些担心，觉得如果股价继续下跌，赚到的钱就会慢慢地赔光。在这种恐惧情绪的驱使下，这位投资者以每股12.75美元的价格卖出了手头的股票。这次投资的回报率是27.5%，对他来说还是相当不错的。但是，几个月过去了，这只股票不仅没有继续下跌，反而涨到了每股15美元。这时候，这位投资者又不淡定了：他后悔当时过早地出售，错失了增值空间，而且，既然股价一直在涨，为什么不再次买入这只股票呢？于是，这位投资者以每股15美元的价格再次买入这只股票。但是，注意这只股票已经在短短几个月的时间内涨了50%，对于长线投资者来说，很可能已经是抛售这只股票的好时机了。于是，在这位短线投资者再次买入的时候，其他一些投资者却开始大量抛售这只股票进行套现。因此，这只股票的价格很快又跌到了每股12美元。此时，我们的短线投资者亏损了，他开始后悔再次买入这只股票，同时他也很害怕股价会进一步下跌。最终，这位投资者决定以每股12美元的价格抛出止损，他的第二次投资亏损了20%。

在这一系列的交易之后，这位短期投资者到底是赚了还是赔了呢？让我们来仔细算一算。

假设一开始这位投资者的净投资金额是1 000美元。他以每股10元的价格买入股票，共计买入100股，这笔交易还会产生一点儿经纪人佣金，假设佣金是10美元。那么总投资共计1 010美元。

第一次卖出股票的价格是每股12.75美元，100股的总卖出价是1 275美元，经纪人佣金还是按10美元计算。于是，收回的总金额是1 265美元。

毛利润是1 265美元－ 1 010美元=255美元。

因为这几次买卖的性质是短期投资，需要按照短期投资所得缴纳个人所得税，我们假设税率是30%。

于是，投资者在2012年需要缴纳税款为76.50美元。

税后的净利润是255美元－ 76.5美元=178.50美元。

现在，税金暂时不用缴纳，这位短线投资者的手中共持有1 265美元的资金。他准备再次买入同一只股票，于是经纪人佣金又支出10美元，剩下的净投资额是1 255美元，而第二次的买入价是每股15美元，那么他可以买入1 255美元÷15=83.66股。也就是说，第二次他将以每股15美元的价格购入83股该股票。

不久以后，这位投资者以每股12美元的价格抛出这只股票止损。套现的净额是83÷12美元－10美元（经纪佣金）=986美元。

第二次投资的亏损是1 255美元－ 986美元=269美元，这笔亏损可以和之前的赢利相抵消来减税，这两笔交易总体是亏损的，所以不用缴税。

这笔交易共亏损1 000美元－986美元=14美元。

比较一下，如果这位投资者不追求短线利润而是长期持有，他本来应该可以获利200美元。因为试图预测市场的短期走势，通过频繁交易来获得短线利润，这位投资者反而亏损了，他的情绪一直不断地被股市的短期波动所左右。

1. 当股价从每股10美元涨到每股13美元，这位短线投资者的感觉良好，十分开心。

2. 然后，股价从每股13美元下跌到了每股12.75美元，这位投资者后悔自己没有在每股13美元的价位抛出，后悔的感觉当然不太好。

3. 为了防止股价的进一步下跌，这位投资者以每股12.75美元的价格抛售这只股票。总算是赚到了钱，但是并没能在最高点卖出。此时，他的心情还不错，但是不能说特别满意。

4. 一个月以后，股价上升到每股15美元，这位投资者又感到后悔了：不应该那么早就卖了股票。此时，他的心情非常不好。

5. 于是，他决定以每股15美元的价格再次买入这只股票，希望股价能继续攀升。他的感觉良好。

6. 没想到股价不涨反跌，跌到了每股12美元。为了止损，他决定以每股12美元的价格抛售股票，这次的交易亏本了，他当然感觉很不高兴。

想想这位投资者也真不容易，为了这只股票，他在短短几个月的时间里承受了很大的心理压力。随着股市的波动，他时而高兴，时而失望，时而追悔莫及，几个月的时间内情绪反复变化了6次。

别忘了，一般的投资者都不会只投资一只股票，假设这位投资者的投资组合里共有20只股票，那么他就要在这几个月的时间内经历20×6=120次情绪波动。这些情绪波动势必会影响这位投资者的睡眠、

健康，甚至个人生活。换作我的话，如此频繁的交易会使我感觉自己要疯了。而且，遗憾的是，经过了这过程之后，不但没有赢利，反而还亏损了。

而理智的长线投资者完全不会出现这种情况。他们不需要如此复杂的交易过程，不需要频繁的交易，只要保持冷静地持有这只股票就可以了。在我们的例子里，长线交易者不进行任何操作，最终不仅获得了200美元的赢利，还不需要支付经纪人佣金和个人所得税。

查理·芒格常说：巴菲特是他见过的最快乐的人之一。巴菲特很少感到担心和忧虑。巴菲特则说："我从来没打算从股市的短期波动中获利。不管我买什么股票，我都是抱着长线持有的心态，就算我买入以后股市马上休市，连续5年不开市，我也完全无所谓。"巴菲特还说："每天早上我去办公室的时候，心情都超级平静，就好像是要去西斯廷教堂画壁画。"

为什么从事高风险的股票投资业的巴菲特能这么淡然呢？巴菲特的投资组合也会受股市动荡的影响，也会赚钱和赔钱。难道手上持有的股票增值的时候，巴菲特不感到兴奋吗？难道手上持有的股票赔钱的时候，巴菲特不感到紧张和担忧吗？事实上，巴菲特之所以能保持如此平静的心态，是因为他从不考虑股价的短期波动，而只着眼于长期的增值。巴菲特只关注持有股票的公司的基本面信息有无提高和恶化，而不关心当天的股价到底变化了多少。因为认真地研究过公司的基本面信息，并长期关注这些信息的变化情况，巴菲特的股票从长期来看都会获得不错的收益，因此，虽然从事高风险的金融投资业，巴菲特也很少会感到担忧，他总是显得平静、镇定。

在某次接受采访的时候，查理·芒格表示，他几乎从没见过巴菲特发脾气："我曾经带巴菲特去明尼苏达州钓鱼，结果我把船弄翻了，我们只好游泳回到岸边。就算是在这种情况下，巴菲特似乎也没有向我叫嚷。"

是的，要想成为一名出色的投资者，你不仅要学习巴菲特的眼光和智慧，也要学习他的心态和气度。如果你也能有这种宠辱不惊、冷静镇定的心胸，相信成为一名优秀的长线投资者并不会太难。

说了这么多，我在此需要强调一下：本章并不是要你完全无视股市的价格变化，也不是说你可以完全不关注宏观经济形势的变化。对于这些信息，你都应该有基本的了解。例如，你知道目前这个行业有泡沫，那你就会有一个大致概念：该行业股票的买入价普遍偏高、偏虚，购买要尤为谨慎。你可以选择完全不投资这个行业，也可以进行细致研究后有针对性地少量投资于这个行业。而如果经济状况很差，股市普遍低迷，你则可以考虑拿出全部资金，择优投资，比如2008年金融危机期间就是一个很好的买入机会，那时候被市场低估的股票有很多。1973年，股市曾经出现过泡沫，当时巴菲特非常清楚地判断出那并非一个很好的买入时机，巴菲特说："当时，我觉得自己就像一个身处沙漠孤岛上的饥渴的人，我找不到任何可以买入的股票。"到了1974年，股市进入低迷期，很多股票的股价都低于其内在价值，对此，巴菲特形容说："当时的感觉就像一个饥渴的男人突然进了姑娘的闺房一样。值得投资的股票真是太多了，当时实在是一个买入的绝好时机。"

其实，只要能够不受恐惧和贪婪情绪的影响，理性投资并不是一件多么困难的事情。在股市有泡沫的时候，你就把资金完全撤出股市，不要贪心，什么也不要买。2000年年初就是这样一个时期。当时，任何一家年利润增速达20%的公司，市盈率都高达35甚至40。这是非常不正常的，很显然，当时股市的泡沫严重，而且泡沫随时可能破灭。不管投资者的非理性情绪有多么高涨，对未来的前景有多么乐观，人总是不可能永久地脱离现实。玫瑰色的泡沫总会破灭，股价会"跳水"，整个市场会重新调整。当股市有泡沫的时候，你可以选择把所有资金撤出股市，也可以少量投资一些非常稳健的股票，比如宝洁日化（PG）、家乐氏公司（W），以及通用电气（GE）等。一旦泡沫

破灭，投资者和交易员会陷入极大的恐慌之中，他们会争先恐后地拼命抛售，不顾一切要出清手上的各种股票。这时候，理智的长线投资者应该认识到，股价往往都会偏低，被市场低估的股票到处都是。这时候常常是买入股票的最佳时机，你可以考虑把之前存留的资金都拿出来用于投资。

弄清了股市的行为习惯和投资者的心理，投资就变成了一件很简单的事情。越是股市低迷的时候，被市场低估的股票就越多，这时候你应该趁低价大量买入有潜力的股票。而当股市出现泡沫和虚高，你千万不要贪心，一定要及时撤资，不让未来的崩盘给你带来损失。其他时期，有的股票会被市场低估，有的股票则会价格虚高，你需要练出一双慧眼，通过踏实的研究发掘出被低估的优质股票并进行投资。一旦看准了一只股票，只要基本面信息不变，你就应该耐心地长期持有。不要过于频繁地进行短线交易，那样不仅费时费力，还要多缴纳很多额外的佣金和税款。

第二十九章
如何规避系统风险与非系统风险？

进入股市之前，你应该充分地理解股市的风险，并且知道如何去规避风险。股市的风险分为两个部分，这两个部分分别是：

1. 系统风险。
2. 非系统风险。

系统风险

所谓系统风险，是指会影响股市中所有股票的风险。经济萧条、利率变化、战争、2008年金融危机、恐怖袭击等都属于系统风险，因为一旦有这类情况发生，股市中的所有股票都会受到一定的影响。如果想要规避系统风险，你可以选择利用某些金融衍生品来对冲系统风险。例如，你手中有一个股票投资组合，而你想规避掉这些股票的下行风险，这时，你可以选择购买相应的看跌期权。看跌期权就像股票的保险一样，如果股价下跌到某个价格以下，你就能通过期权获得一定的“赔偿”。当然，与保险一样，期权也是有时限的，过期之后如想继续获得“保险”就要重新购买。通过购买看跌期权给股票“上保险”是比较昂贵的，因为投资者无法预测何时会出现系统风险，如果股票的价格并未下降到执行价格以下，购买看跌期权的钱就相当于白白浪费了。

非系统风险

非系统风险是指只对某个行业或个别公司的股票产生影响的风险。它通常是由某一个特殊因素引起的，与整个证券市场的价格不存在系统、全面的联系，而只对个别或少数股票的价格产生影响。通过持有不同行业的多只股票，你就能很好地将非系统风险分散。注意，系统风险是无法被分散的，顾名思义，系统风险会影响整个股市的所有股票，不管你怎么调整投资组合的构成，系统风险仍然会存在。而非系统风险是可以分散的，因为影响每一个行业、每一只股票的特定因素并不相同。非系统风险包括高管突然辞职、工人罢工、新产品研发失败、诉讼失败等，这些事件不太可能突然同时发生在不同行业、不同公司的身上，只要持有足够数量的股票，并保证这些股票分散于不同的行业，就能很好地分散非系统风险。

在投资的时候，我们应该避免一些投资者常犯的错误，从而尽可能地降低投资组合的风险。关于规避风险，以下几条需要特别注意：

1. 不要使用保证金账户。
2. 持有不同行业、不同公司的股票，充分地分散风险。
3. 警惕从众心理。
4. 避免频繁交易。
5. 任何投资决策都要以研究为基础。

不要使用保证金账户

通过保证金账户，你可以向证券公司借钱投资股票。例如，你的账户中共有10万美元资金，你可以向证券公司借款10万美元，这样你能用于投资的总资金就达到了20万美元。不同的股票有不同的保证金要求，不同证券公司的规定也各有不同。一般来说，你的保证金账户

里有多少资金，就能够向证券公司借多少钱。当然，这些借款不是免费的，你需要向证券公司支付一定的利息。

在牛市的时候，保证金账户有很大的好处。通过向证券公司借款，你可以买入更多的股票，获得更高的回报，所得的额外回报足够你支付利息和其他费用。接着上面的例子，假设你有10万美元的资金，当年的投资回报率是25%，如果你不向证券公司借款，只用自己的10万美元进行投资，一年以后你的资产将是12.5万美元。如果你用所有的信用额度贷款10万美元，你投资的资金就变成了20万美元，一年后的利润是5万美元。归还贷款以后，你还剩下15万美元，通过保证金账户的借款，你的投资回报率从25%变成了50%。这当然很吸引人，保证金账户让你的投资收益翻倍了。正是这种高额利润的吸引力，使很多投资者都选择使用保证金账户进行投资。但别忘了，这只是保证金账户的正面效应。天下没有免费的午餐，保证金账户能让你的利润翻番，同样能给你带来巨大的麻烦：如果你买的股票的价格下跌，你可能就要吃苦头了。

如果股价下跌，股票市值可能会达不到最低抵押标准，这时候，你必须及时追加保证金，补足最低抵押标准。否则，证券公司就会卖掉你的股票以变现。比如说，你以每股20美元的价格买入某只股票，你使用了100%的信贷额度，而保证金比例的最低要求是50%。当股价跌到每股10美元的时候，保证金账户里的股票已经全部不归你所有了，因为股票的市值只有买入价的1/2，也就是说，刚够偿还你欠证券公司的借款。如果股价继续下跌，跌到每股10美元以下，你就已经资不抵债了。一般来说，在这样的低价位上抛售股票是极不划算的，股价的下跌很可能是由于市场的暂时波动所致，公司的内在价值可能远远不止每股10美元。假设现在股价跌到了每股8美元，为满足最低保证金要求，你必须追加每股2美元的保证金。如果股价跌到了每股2美元，你就必须补齐每股的差价，才能达到最低抵押标准。这个时候，你很可能已经有心无力了，由于资金不足或者其他原因，你不能够或者不愿

意补齐保证金。在这样的情况下，证券公司会自动抛售你的股票，不管抛出的价格有多么离谱儿。你花费每股20美元的价格买来的股票，可能被迫以每股2美元的价格抛售。其中的损失有多么惨烈，就不用我再多说了。

保证金账户最危险的地方就是，即使你作了充分的研究，即使你的研究和判断完全正确，你还是可能会被一些不可预测的因素弄得不剩分文。假设经过认真的研究，你计算出一家公司的保守内在价值是每股30美元，而当时该公司的股价是每股20美元。股价比内在价值低33%，这是非常不错的买入价。由于你认为这家公司很有潜力，买入价又相当优惠，你觉得这笔投资简直是千载难逢。于是，为了扩大战果，你决定使用保证金账户，借款投资这只股票，以便获得最大化的收益。通过保证金账户，你向证券公司借款，并把所有资金都用于购买这只股票。事实证明，你的判断完全正确，该公司确实业绩节节高升，潜力很大。但不幸的是，因为某些外部因素（如2008年的金融危机），股市突然崩盘，你所持有的这只股票损失了60%的市值，每股价格仅为8美元。假设价格的暴跌完全是股民的非理性抛售所致，公司的基本面信息并无任何变化。那么，对你来说，现在真的是一个千载难逢的增持机会。如此优秀的公司，每股的内在价值至少应为30美元，现在的股价却只有每股8美元，足足比内在价值低了73%。问题在于，你哪有能力抓住这个机会呢？因为股价的下跌，你已经达不到最低的保证金要求了，如果不能补足差额，证券公司马上就要开始低价抛售你账户里的股票。面对千载难逢的买入机会，你只能望洋兴叹，这都是因为你当初使用了保证金账户造成的恶果。在这样的时刻，你明明应该继续买进，却只能被迫低价卖出，损失惨重。如果不使用保证金账户，即使你没有多余的资金继续增持股票，你至少不用低价卖出，只要耐心持有，股价迟早会反弹并达到公司的内在价值的水平。

如果你是一名基金经理，使用保证金账户的负面影响会更大。一旦股市出现大幅下跌，你马上就会面临一系列问题：

- 股价一旦下跌，保证金账户就无法满足最低的抵押标准。如果不能及时补足资金，证券公司就会开始强制抛售你的股票。

- 因为股市大幅下挫，你的客户也会感到非常恐惧。越是在这种时候，越是有很多客户要求立刻撤回投资，从你的对冲基金或者共同基金中撤资。虽然这种行为是很不理智的，但是基金经理无权拒接客户的要求，你只能忍痛低价抛售股票，以撤回客户的投资。

- 因为客户的撤资要求，你不得不抛售账户里的股票，套取现金给客户。这就使得账户里的股票和现金进一步减少，保证金更加无法达到最低的抵押标准，经纪商会进一步强行低价抛售你的股票。

这样的恶性循环会不断重复，把你的投资计划全盘打乱，使你的投资组合面目全非。直到所有的基金、所有的投资者重新洗牌，从头再来。这就是2008年金融危机发生后的真实情况，保证金账户的强制抛售使得本来就一路下挫的股市陷入恶性循环，越跌越卖，越卖越跌。一直到2009年3月，股市下跌的趋势才有所减缓。面对这样的教训，我觉得保证金账户实在是一个得不偿失的东西。虽然它能在牛市的时候提高你的收益，却也能在熊市的时候把你推进地狱，我建议不能承担这种风险的投资者不要使用保证金账户。

充分分散风险

不要把鸡蛋都放在同一个篮子里。构建投资组合的时候，注意充分地分散风险，不要把所有的钱都投在同一个行业里。别忘了每个行业都有一些非系统性风险，如果投资过于集中，一旦这个行业受到重创，你的投资组合马上会受到重创。一般来说，你的投资组合里至少要有5只以上的股票，而且这些股票都来自关联性较弱的行业。除了投

资不同的行业，规避行业的非系统性风险外，你还可以投资不同国家的股票，从而规避特定国家的非系统性风险。正如前文所说的，目前很多新兴市场正以比美国和欧洲快得多的速度发展。投资一定比例的资金到这些市场，既能提高投资的收益，又能分散风险。

警惕从众心理

平庸的投资者最容易犯的错误就是盲目从众、盲目跟风。你应该有独立思考和判断的能力，而不是别人怎么说，你就怎么做。有的时候，股市会由于某种系统性风险事件而突然大幅下挫，这时候，你应该保持冷静，认真分析这一系统性风险事件对你手中持有的股票到底有多大的影响，你投资的这些公司的营业额和利润会发生怎样的变化。作完这些分析和研究以后，你应该重新计算这些公司的内在价值，根据计算的结果采取相应行动。记住：每个人都在疯狂地抛售，并不表示你也应该跟着抛售。投资是一个拼理智、拼分析的游戏，不应该过于情绪化。

避免频繁交易

频繁交易是没有前途的。正如前文多次论述的，股市的短期走势相当随机，几乎无规律可循，你不可能准确地预测股市的短期走向。所以，如果你试图通过频繁交易获得短线利润，你就会感到不知所措，这种投资策略是一定会亏损的。为什么这么说？主要的原因有以下几条：

- 在一天的任何时刻，都可能产生新的消息、新闻或者信号，这些新的信息会立刻改变股市的当前走向。你不可能提前预

知未发生的信息，也不可能控制这些信息的走向。因此，你是无法预测股市的短期波动的。

• 当你进行频繁交易的时候，各种专业的投行、基金公司正在试图用大型计算机做同样的事情。你的对手是全副武装的高速计算机，是专业人员编写的复杂算法和程序。无论你如何眼疾手快，都不可能超过这些高速计算机的自动程序。所以就算你能够预测股市的短期走势，也会因为速度上的劣势败下阵来。

• 就算上述两点你都能够设法克服，别忘了频繁交易还会产生高额的经纪人佣金和税金，这些会大大降低你的净利润。此外由于交易次数很多，即使你多次小额获利，一笔大的亏损也可能一下子让你血本无归。

任何投资决策都要以研究为基础

在购买任何一只股票之前，都一定要按照前文内容中的股票研究清单逐项认真地研究这家公司的情况。研究完成以后，请计算出股票的内在价值。如果上述的任何一个步骤没有完成，就不要购入这只股票。如果股价不能低于股票的内在价值，也不要购入这只股票。研究是所有投资决策的基础，而你的预感、技术图表、专家预测或媒体宣传都不能当作投资决策的基础。

第三十章
恰当运用期权来提高投资组合的收益率

期权并不会给你带来任何的股东权益，也就是说，投资期权不会使你成为某家公司的所有者之一。期权更像是一种博彩，你可以“赌”股价在一定期限内是上涨还是下跌，如果你的预测正确，你就能从中获利。如何交易期权并不是本书的重点，但是以下的这些基本的期权知识你还是应该有所了解。合理地运用期权的基本知识，能够提高你的投资组合的回报率。

下面介绍几种最基本的期权产品以及相关知识。

看涨期权

看涨期权是一种合约。买入看涨期权以后，你有权利（但无义务）在一定的时间范围内，以某个事先约定的价格（执行价格）买入一定数量的某种或某些特定的股票（标的股票）。当然，看涨期权并不是免费的，购买的时候你需要支付一定的费用，这笔费用称为期权的价格。看涨期权赋予你的买入权利只在一定的时间范围内有效，也就是说合约是有期限的，期权的过期日期通常是每个月的第三个星期五。顾名思义，看涨期权是用来“赌”股价会上涨的，如果股价在有效期限内上涨到执行价格以上，那么看涨期权的购买者就会从中获利。对于同样的股票，你可以购买不同执行价格的看涨期权，选择什么样的执行价格，主要取决于你判断股价到底能在指定的时间段内上涨多少。

看跌期权

看跌期权也是一种合约。买入看跌期权以后，你有权利（但无义务）在一定的时间范围内，以某个事先约定的价格（执行价格）卖出一定数量的某种或某些特定的股票（标的股票）。当然，看跌期权也不是免费的，购买的时候你也需要支付一定的费用，这笔费用称为期权的价格。顾名思义，看跌期权是用来“赌”股价会下跌的，如果股价在有效期限内下跌到执行价格以下，那么看跌期权的购买者就会从中获利。对于同样的股票，你可以购买不同执行价格的看跌期权，选择什么样的执行价格，主要取决于你判断股价到底能在指定时间段内下跌多少。

根据当前股价和期权的执行价格的关系，期权可以划分为以下3类：

1. 实值期权。
2. 平值期权。
3. 虚值期权。

实值期权

对于看涨期权来说，如果标的股票当前的市场价格高于期权规定的执行价格，那么这样的期权就是实值期权。实值期权的期权价格要高于平值期权和虚值期权。对于看跌期权来说，情况则恰恰相反，如果标的股票当前的市场价格低于期权规定的执行价格，那么这样的期权就是实值期权。和看涨期权一样，实值看跌期权的期权价格要高于平值看跌期权和虚值看跌期权。看跌期权就像是股票的保险，如果股价下跌，你可以通过执行看跌期权获得相应的“赔偿”。

平值期权

如果标的股票当前的市场价格恰好等于期权规定的执行价格，那么这样的期权就是平值期权。这一条对看涨期权和看跌期权都适用。

虚值期权

对于看涨期权来说，如果标的股票当前的市场价格低于期权规定的执行价格，那么这样的期权就是虚值期权。对于看跌期权来说，情况则恰恰相反，如果标的股票当前的市场价格高于期权规定的执行价格，不管是看涨期权还是看跌期权，虚值期权的期权价格都会低于实值期权和平值期权。

上述概念比较抽象。下面，让我们来通过一个实例具体解释一下期权的概念。假设有如下的期权：标的股票是美国特雷克斯公司的股票（TEX），有效期到2011年2月。现在的时间点是2011年1月7日，目前，特雷克斯公司的股价是每股28.84美元。该期权的过期日期是2011年2月18日星期五（收盘时）。

执行价格（美元）	代码	最后成交价（美元）	涨幅	买方出价（美元）	买方出价（美元）	交易量	未平仓量
24.00	TEX110219C00024000	6.18	0.00	5.20	5.30	1	1

在这个例子中，期权的执行价格是24美元，而目前标的股票的价格是28.84美元，所以这是一个实值期权。

期权的最后成交价格是6.18美元。

期权的买方出价是5.20美元。

期权的卖方出价是5.30美元。

未平仓量1，代表100个期权合约。

如果你想要立刻买入该期权合约，那么你需要支付的期权价格是530美元（100个期权合约）。

此期权的过期日期是2011年2月18日。

如果在2011年2月18日之前，特雷克斯公司的股价上涨到每股35美元，那么你就可以选择执行手上的期权，你也可以抛售手上的期权，这两种方法都能让你从标的股票价格的上涨中获利。

如果你选择执行期权，你将以2 400美元的价格买入100股标的股票。

之前，你支付的期权价格是530美元，假设期权的交易佣金是10美元。

那么，你的总支出是2 400美元+ 530美元+ 10美元= 2 940美元。

而你买入的100股标的股票市价是每股35美元，假设你立刻出售这些股票，总收入是：3 500美元－ 10美元= 3 490美元。

这次期权交易带给你的总利润是3 490美元－ 2 940美元= 550美元。

买入期权时，你的初始投资是530美元，为了获得100股标的股票在2011年2月18日之前的升值潜力，你支付了530美元购买上述的期权

合约。最后，你的投资回报率是103.7%。在执行期权合约的时候，你以每股24美元的价格购入标的股票，然后立即以每股35美元的价格售出，因为这两项交易是同时进行的，所以买入股票的价格不计入初始投资。

如果你不想执行上述的期权合约，你还可以选择于2011年2月18日之前出售手上的合约。标的股票的价格越高，你的实值期权的价格也会越高，你的最终收益取决于最终的卖出价。

如果在2011年2月18日之前，特雷克斯公司的股价跌到了每股24美元以下，那么你购入的看涨期权将没有任何价值。因为不能通过执行该期权获利，你只能静等该合约过期。在这样的情况下，你的损失是530美元（期权买入价格）+10美元（经纪人佣金）= 540美元。因为期权只赋予你权利，而没有义务，所以不行使权利（执行期权合约）已经是最坏的情况了。你的损失将不可能超过540美元。

长期普通股预测证券（LEAPS）

LEAPS的全称是长期普通股预测证券，也是期权合约的一种。LEAPS合约同样有一定的有效期限，但是正如其名称中的“长期”二字所显示的，这种合约的有效期限比较长。相较于短期的期权合约，这种长期期权合约的期权也会更高一些。假设你发现了一只优质股票，这只股票通过了我们的股票研究清单的考验，公司的内在价值也高于股票目前的市场价格。经过研究，你判断该公司的股价大约会在2年内达到公司内在价值的水平。你当然可以选择现在买入这家公司的股票，并长期持有，等待升值。遗憾的是，你手上的资金不足。那么，你应该怎么办呢？在这种情况下，你可以选择购买以这只股票为标的资产的长期普通股预测证券合约，这种合约前期投资少，但同样可以从股价的升值潜力中获利。通过投资期权而不是投资实际的股票，你可以减少前期投资，从而增加投资的回报率。

购买LEAPS是提高你的投资回报率的优秀策略。比如，你可以用资金总额的10%购买LEAPS，然后同时持有5只不同股票的实值期权（以便分散风险）。通过采取这样的策略，我成功地提高了自己手上投资组合的回报率。多年以来，巴菲特一直利用期权等衍生工具提高他的个人投资组合的回报率。

第三十一章
“雪茄烟蒂”投资法并不可行

在巴菲特刚刚开始他的职业生涯的时候，他曾经是一名“雪茄烟蒂”型投资者。“雪茄烟蒂”投资法是由本杰明· 格雷厄姆发明的：只要公司的总股价小于公司的净资产额，就买入这只股票，而不管它属于什么行业、什么公司。

后来，巴菲特开始阅读菲利普·费雪的投资理论，并且受到自己的合伙人查理·芒格的影响。巴菲特逐渐意识到成长型企业股票的极大获利潜力，于是他开始实践一种新的策略：以合理的价格，购进稳健、有竞争力的成长型企业的股票，然后长期持有，等待股票的升值。事实证明，这种投资策略比“雪茄烟蒂”投资法更有针对性，投资的收益也更为出色。

对于“雪茄烟蒂”投资法，巴菲特是这样解释的：“这种投资法就像是捡别人扔掉的烟蒂一样。虽然这些烟蒂已经被吸得所剩无几，也确实说不上有多大的价值，但重点是它们是免费的。哪怕你能捡起来吸一两口，你就已经赚到了！”这听上去确实很有道理，但是，现实真的有那么美好吗？不久以后，现实给巴菲特上了血淋淋的一课。巴菲特对伯克希尔·哈撒韦公司的早期投资遇到了挫折和失败，也正是从这段经历中，巴菲特发现“烟蒂”投资法存在着很大的漏洞和问题。

1967年，巴菲特从杰克·林沃尔特手上买下了一家名为“美国国民保险公司”的公司，并把这家公司收归伯克希尔·哈撒韦公司旗下。当时，伯克希尔·哈撒韦公司投入到纺织业上的净资产有2 000万

美元，但是这块业务连年亏损，形势很不乐观。巴菲特连续20年向纺织产业中追加投资，希望这块业务可以扭亏为盈，但是一直未见成效。最后，巴菲特终于决定彻底放弃纺织业务，关闭所有的相关生产部门。实际上，根据估算，如果当时能立刻放弃纺织业务，把相关的厂房机器设备全部变现，并且用变现的资金收购美国国民保险公司的话，伯克希尔·哈撒韦公司的股东至少能够从中多获利2 000亿美元。对于这一点，巴菲特曾经说过："最后，我得出的结论是，如果优秀的管理者碰上了难赚钱的糟糕业务，那么最后糟糕业务的坏名声总是会毁了管理者的好名声。虽然偶尔有一些例外，但是这确实是一条铁律。"

吸取了这次的教训以后，巴菲特开始致力于购买有潜力的优质公司，比如从事保险业的国民保险公司，比如前面提到过的时思糖果公司等。这些公司给巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司带来了丰厚收益。每一年，这些优质的公司都能产生大量的净利润，而且这些公司还在不断地发展壮大。如今，时思糖果公司一年的净利润比巴菲特当年买入这家公司的总投资额还要高。

作为一位投资者，你也应该寻找这种净利润稳健增长的优质企业。当这种企业遇到一些暂时的困难时，市场往往会暂时低估这些企业的价值，这时候，你就应该低价买入这类公司的股票，然后长期持有，等待升值。正像前文多次强调过的一样，投资的两个重点是：公司的发展潜力和低廉的买入价。

第三十二章
成功的投资没有捷径可走

投资成功的秘诀是什么？找到成功投资机会的捷径是什么？答案就是没有捷径。如果你想复制沃伦·巴菲特的成功，或者至少复制巴菲特25%的成功，那么你就必须下功夫、花时间去认真寻找被市场低估的优秀公司。一旦买入一只股票，你只需要像公司的所有者一样思考，冷静理智地处理市场的波动。

在巴菲特成立巴菲特联合有限公司的时候，他曾经逐页地详细阅读《穆迪手册》，而且不止读一遍，而是整整读了两遍。想要找到好的投资机会，想要发现被市场低估的优秀公司，唯一的方法就是下功夫作研究，没有人会告诉你投资的机会在哪里，在这一点上，世上没有任何捷径。请相信，每时每刻，总有一些优秀的公司被市场低估，总有一些绝佳的投资机会在静静地等着你。如果你每年花时间、花精力研究10家公司，你有可能会发现一家优质公司。而如果你想要找到10家优质公司，你就必须每年花时间、花精力去研究100家公司，除此之外别无他法。一年研究100家公司，5年以后，你就会熟知500家公司的情况。当你熟知500家公司的情况时，恭喜你，你已经是一位专业的投资者了。你不需要再听消费者新闻与商业频道上股票专家的意见，你知道的信息并不比他们少。

为了获得投资的成功，你必须完成以下几项任务：

1. 寻找到有潜力的股票。
2. 对这些股票进行详尽的研究和分析。

3. 计算这些股票的内在价值。
4. 管理你的投资组合。
5. 监控这些公司的经营情况和财务情况。
6. 决定何时卖出这些股票。

下面，让我来逐条详述这几个步骤。

寻找到有潜力的股票

在本书之前的内容中，我已经详细地介绍了寻找投资机会的渠道，其中包括研究价值线投资调查、“神奇公式”投资法则、阅读《华尔街日报》（尤其要关注内部人员交易，以及每日上涨和下跌幅度最大的股票）、阅读财经杂志等。

对这些股票进行详尽的研究和分析

在购买任何一只股票之前，首先你应该充分地研究这家公司各方面的情况。具体的研究方法我们已经在本书之前的内容中作过详细的讨论，只要按照这份股票研究清单，逐条考察和分析，你就能对公司的情况有相当深入的了解。研究一只股票的时候，你至少应该阅读公司近年来的财务报表，并且收集最近10年内的各项财务数据。你还应该至少收听该公司最近2年内的电话新闻发布会，包括季度电话新闻发布会和年度电话新闻发布会。除了研究你投资公司的财报和电话新闻发布会，你还应该阅读竞争对手公司的财报，收听竞争对手的电话新闻发布会，因为只有这样，你才能进行比较，知道这家公司在行业内处于什么样的竞争地位。对于股票研究清单上的每一个项目，你都应该认真收集相关信息，然后分析研究，判定该公司在这个项目上是“合格”还是“不合格”。当然，几乎没有哪家公司能通过股票研究清单上的每一个项目，所以只要大部分项目合格就可以了。

比如说，如果一家公司的内部人员拥有公司较大份额的股票，这当然是一个加分项。但是，如果你发现了一家优质的公司，股票研究清单上的大部分项目考核它都合格，只是内部人员持有公司的股票数量较少，你并不需要因此否决这家公司。相反，如果一家公司有大量的债务，并且营业现金流不足，根本无力按时偿还债务，这就是一个大问题，即使这家公司在股票研究清单上列出的大部分项目都检测合格，你也应该立刻放弃投资这家公司的打算。在你根据股票研究清单给一家公司逐条打分以后，没有一家公司的成绩单会是完美的，对于哪些项目重要、哪些项目相对不重要，你必须有自己的判断，才能最终确定哪些公司值得投资，哪些公司必须舍弃。

计算股票的内在价值

在对照股票研究清单完成了对这家公司的研究以后，你需要计算这家公司的内在价值。内在价值的具体计算方法，我们在前文中已经详细讲过。需要注意的是，公司的内在价值并不是一个一成不变的数字，这个价值是不断浮动、不断变化的。当公司的业绩比你预期得好，前景也超出你的预期时，你应该及时调整参数，调高公司的内在价值。相反，如果公司的基本面信息有所恶化，你就应该及时降低预期，调低公司的内在价值。根据公司内在价值的变化，你可以随时调整你的股票监控列表。随着基本面信息的恶化，之前值得投资的公司现在可能已经不需要列入考虑的范畴内了；相反，如果基本面信息有所提高，内在价值有所上升，之前还需要观望的股票，现在也许应该立刻买入了。

管理你的投资组合

在之前的章节中，我们已经详细地介绍过管理投资组合的原则和技巧。在实际操作中，只要牢记这些原则、合理运用这些技巧就可以了。

监控公司的经营情况和财务情况

如果你持有某家公司的股票，或者正在考虑购入某家公司的股票，那么每个季度，你都应该及时阅读这些公司的财务报表，注意收听公司的电话新闻发布会。通过这些渠道，你可以了解公司的经营情况和财务情况的最新进展和变化。你需要把这些实际的业绩和你之前的预估进行比较，看看公司是否正按照你预测的轨迹发展。如果仅仅是一个季度的营业额或利润低于你的预期值，你可能并不需要调整对这家公司内在价值的估值。但如果连续几个季度公司的经营情况都低于预期值，你就应该有所警惕了。一般来说，至少每年都应该重新检查一下你对公司未来业绩的预估，调整与实际情况不符的参数，重新计算公司的内在价值。

每年公司的年报一出炉，你就应该及时阅读。根据年报的内容，你应该重新对照股票研究清单，及时调整清单上各个项目的评分。这项工作完成以后，你应该重新计算公司的内在价值。除了公司财报和电话新闻发布会，你还应该关注公司的业绩简报。一般公司会在投资者大会上做一些业绩简报，这些简报的资料一般在公司官网中会有所展现。这些业绩简报的信息量很大，值得你认真阅读。此外，你还应该阅读上市公司每个季度提交给美国证券交易委员会的各项报表。最后，亲自拜访公司的管理层永远是一件很有意义的事情，很多第一手的信息在资料中是找不到的。

决定何时卖出这些股票

关于如何挑选卖出股票的时机，我们在第二十七章的内容中已经有详细的解释。

第三十三章
何时是完美的投资时机？

想从股票投资中赚钱，你需要等待完美的投资时机，以最好的价格买入。然后，你的任务已经基本完成，既然你选择买入这只股票，就表示你已充分考察过公司管理层的能力和品质，认为这家公司是值得信任的。所以，接下来你只需充分信任管理层，等他们把公司经营得越来越好就可以了。当然，你仍需花些时间和精力去关注公司的经营业绩和财务状况。除此之外，你不需要再担心什么，静等股票升值即可。

即使你十分喜欢一家公司，觉得公司的各个方面都很优秀，但是如果公司的市值没有比内在价值低25%甚至更多，你就不应该购入这家公司的股票。经过多方面的研究以后，你可以把经营稳健、富有潜力、股票研究清单上大部分项目的考核都合格的公司记录下来，列入一张微软Excel表单中。在这张表单中，其中一列是这些公司“完美的买入价”。到底什么样的买入价是最完美的，这要看公司的经营状况和潜力。越是优秀、受大家关注的公司，市价就越不容易大幅低于内在价值，对于这样的公司，也许市值比内在价值低25%已经是很好的买入时机了。如果公司存在很多的问题和风险，这个比例你还可以调得更高。除了在自己的电脑中创建内在价值的监控表单外，你也可以在雅虎财经网站上直接挑选你感兴趣的股票，创建在线的监控列表。不管选择哪种监控方式，你都要有耐心，完美的时机不出现就绝不轻易买入股票。

当你发现监控列表上的某只股票的市价已经低于你可以接受的买入价了，这说明你买入这只股票的时机已到。只要不满足这个条件，你就无须心动，也无须行动，股价的波动与你无关。对于这一项“纪律”，你一定要严格执行。如果高价买入，就意味着股票的增值空间变小，亏损的可能性变大，这是我们应该极力避免的。如果股票的价格已经很低廉，你可以考虑将较大比例的资金集中地投入这只股票。当然，你对各只股票的持有量和持有比例都不应该是一成不变的，你应该根据具体情况的变化，及时调整持有的数量和比例。这一点在前文中有详细解释，对此我不再赘述。

上述所说的投资方法正是巴菲特多年来一直坚持使用的投资方法。巴菲特往往会长时间地关注他感兴趣的股票，一旦股票的价格走低，达到巴菲特判断的“完美买入价”，巴菲特就会大量购入这只股票。对此，巴菲特曾用著名的棒球手特德·威廉斯作比。据说特德·威廉斯只有在球进入了自己有把握的区域时才挥棒击球，只要球不进入这个区域，不管情况如何，特德·威廉斯都绝对不会挥棒。在棒球比赛中，每个击球手有3次击球机会，而在投资游戏中，你并不需要多次出售，只要耐心等待，抓住完美的时机，你就能一击即中。只要股票的价格不在你能接受的买入价范围内，不管股市有怎样的变化，不管这只股票再热门，涨得再高，都与你无关，你只要无视这些干扰就可以了。别忘了，机会有很多，“市场先生”在新的一天中一定会再次来到你的办公室，给你开出一个新的价格。如果你对“市场先生”的报价满意，那就不要犹豫，大量买入。如果你对“市场先生”给出的报价不满意，你就不要理会他，反正他还会再来。永远不要被神经质的“市场先生”牵着鼻子走，那样你一定会赔钱。作为一个理智的投资者，你应该主动地、冷静地做出清楚的决定，而不是被动地让外界因素影响你，被动地随着市场的短期波动而盲动。归根结底，你的行动准则只有一条：如果股价低于完美买入价，那就买入；如果股价高于完美买入价，那就不买。请你随时随地记住这条最简单的游戏规则，请你永远不要违反这一条原则。

就像伟大的棒球手不应该一直忙于挥棒，伟大的投资者也不应该总是急于买入卖出。当别的投资者频繁地进行股票交易的时候，你可以什么都不做，这并不表示你没在干正事，这并不说明你就落后于别人。你只是在等待那个完美的投资时机。一旦时机来临，你应该毫不犹豫地果断大量买入。而其他时候，你只要关注公司的业绩和财务动向就可以了。当股价显著地超过了公司的内在价值，你卖出的完美时机就来临了。请毫不犹豫地抛售手上持有的股票，然后寻找其他被市场低估的优质公司。

致谢

这几年来，我收到过来自世界各地的无数电话和电子邮件，人们纷纷向我询问GJ投资基金成功的秘密：为什么GJ投资基金能够一直遥遥领先所有的市场指数，让其他同类基金望尘莫及？你们奇迹般的投资业绩背后到底有着怎样的秘密？这些恭维和询问，使我深感荣幸，也促使我产生了写作本书的念头。通过这本书的写作，我不仅想详细地回答上述的问题，还想和大家分享我的投资经历和理念。听起来可能有些难以置信，我没有受过任何金融投资方面的教育，也没有任何的相关背景，我完全是通过学习和实践著名的“巴菲特投资哲学”，慢慢学会了如何筛选股票以及如何管理一个投资组合的。我的所有成功、所有投资的理念，都源自于沃伦·巴菲特的教导。

当我开始对金融投资产生兴趣的时候，我首先想到的便是如何向大师们学习。于是，我一头扎进了巴菲特写给合伙人的书信录里，并且花时间详细地阅读研究了伯克希尔·哈撒韦公司的年报，试图发现其中的投资原则。同时，我阅读了市面上几乎所有关于沃伦·巴菲特的书籍，运用一个工程师的严谨思维，我从种种纷繁复杂的现象里梳理推出了巴菲特最初的投资策略。然后，我试着学习和模仿这些策略，并把巴菲特的理念运用到实际的投资中去。事实证明，这些金融知识和投资理念给我带来了高额回报，这些高额回报又给我带来了自信，使我最终下定决心仿照巴菲特联合有限公司，创办了我自己的投资基金。过去两年来，我的投资基金连创佳绩，不仅业绩大大超出了所有同类市场指数，而且不管是在对冲基金中还是在共同基金中，GJ投资基金的业绩都排名前5%。无论何时，当我需要做出买卖股票的决定时，我总是先问问自己：面对目前的情况，沃伦·巴菲特会怎么做？我时刻以巴菲特的投资策略和理念作为我的参考和指引。

所以，首先我必须感谢我的投资导师沃伦·巴菲特，他始终是一位慷慨而又亲切的老师，在企业年报、电视节目、访谈，以及公司的年会上，巴菲特把他的经验和智慧无私地分享给投资界人士甚至普通大众。巴菲特的教导使得很多像我这样的投资者受益良多。我想，之所以有那么多的书籍在试图阐释巴菲特，之所以有那么多的人在学习、谈论、研究巴菲特，不仅是因为巴菲特的头脑中有着巨大的智慧，还因为他从不吝惜与我们分享这样的智慧。对我来说，巴菲特不仅是“股神”或一位伟大的投资者，更是一个有着高尚人格的人，他对慈善事业的热情，他简单的生活方式都使我感到深深的敬佩和感动。因此，巴菲特一直是我的导师，也是我心中最大的英雄。

其次，我还要感谢彼得·林奇所撰写的投资书籍。他在书中详细地阐述了自己的投资经验和研究方法，这些细节给了我极大的帮助和指引。

感谢本书的出版公司约翰威力出版公司。感谢编辑部主任黛布拉·英格兰德、执行编辑金佰利·伯纳德，以及助理编辑图拉·巴坦切夫。

感谢帮助我编辑本书的特约编辑比尔·韦斯特。

感谢我的父母，你们教给我最重要的人生道理：努力奋斗才能迈向成功。你们的教诲让我终身受益。

感谢我的妻子吉瑞嘉·乔西·阿鲁穆加姆，感谢你多年以来对我的支持和鼓励。你是一个富有智慧的女性，你对家庭理财的敏锐直觉，对烦琐家庭事务的清晰决断和完美安排总是让我感到由衷的敬佩和赞叹。我还要感谢我的女儿哈希尼，当我第一次把你抱在手中的时候，我感到我的生命完全改变了。哈希尼总是把沃伦·巴菲特称作“萨萨”（泰米尔语“爷爷”的意思），在她18个月大的时候，她已经能清楚地叫出彼得·林奇的名字，还能准确地认出股票走势图。每

当我想到，有一天，我亲爱的哈希尼将会学会认字，将会读到我的这本书，从中学会股票投资的技巧，我总是感到一种由衷的欣喜和期待。